

FACULTÉ DE DROIT DE PARIS

LA STABILISATION DU FRANC

THÈSE POUR LE DOCTORAT

(Sciences politiques et économiques)

Présentée et soutenue le Jeudi 10 Juin 1926, à 16 heures

PAR

FERNAND LEURENCE

Président	M. RIST
Suffrageants	M. AFTALION
	M. OUALID

PARIS

IMPRIMERIE "LES PRESSES MODERNES"

1926

LA STABILISATION DU FRANC

THÈSE POUR LE DOCTORAT

(Sciences politiques et économiques)

Présentée et soutenue le Jeudi 10 Juin 1926, à 16 heures

PAR

FERNAND LEURENCE

Président	M. RIST
Suffrageants	M. AFTALION
	M. OUALID

PARIS

IMPRIMERIE "LES PRESSES MODERNES"

1926

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.



INTRODUCTION

*« Le but de toute association politique
« est la conservation des droits naturels
« et imprescriptibles de l'homme. Ces
« droits sont la propriété. »*

Déclaration des droits de l'Homme
et du Citoyen (art. 2).

Depuis la fin de la dernière guerre, la vie sociale et l'activité économique de la France sont dominées par une inquiétude constante, qui prend de jour en jour une plus grande acuité : celle de la variabilité pour ainsi dire quotidienne du pouvoir d'achat de la monnaie.

La présente étude a pour but de rechercher les conditions qui permettraient l'établissement en France du système monétaire connu sous le nom de « gold exchange standard », et qui consiste en la convertibilité à un taux fixe, de la monnaie de papier en or pour les seuls règlements extérieurs.

L'établissement d'un tel système rendrait à la monnaie française la stabilité relative dont elle est actuellement privée.

Dans une première partie, consacrée à la théorie de la monnaie, nous rechercherons quelle relation unit le coût de la vie à divers facteurs monétaires tels que le montant de la circulation, le volume de la production, le développement des banques, l'organisation de l'industrie, etc.

Par le moyen de cette relation, nous étudierons les phénomènes consécutifs à la variation des divers facteurs monétaires ci-dessus, sous les aspects différents qu'ils prennent : dans le monde envisagé dans son ensemble ; dans les pays à monnaie métallique ; et dans les pays à monnaie de papier.

Nous déduirons de cette dernière étude la nécessité de stabiliser les monnaies de papier, soit par rapport à l'or, soit par rapport à l'ensemble des marchandises, et nous étudierons les conditions pratiques de cette stabilisation.

La deuxième partie sera consacrée à l'application au régime monétaire français des conclusions adoptées dans le cas général, et à la détermination d'un taux de conversion qui satisfasse à la triple nécessité de permettre l'équilibre du budget ; de rendre inattaquable la caisse de conversion ; de n'entraîner enfin que les moins fâcheuses conséquences pour l'activité industrielle du pays.

LA STABILISATION DU FRANC

Première Partie

THÉORIE DE LA MONNAIE

CHAPITRE PREMIER

LES VARIATIONS DU POUVOIR D'ACHAT DE LA MONNAIE

Le rôle de la monnaie est de faciliter les échanges des richesses entre elles, en simplifiant leur évaluation et en les rendant échangeables par fractions correspondant exactement aux besoins des acheteurs.

La monnaie remplit également un second rôle qui est de permettre l'échange des richesses dans le temps. Un épargnant échangera, par exemple, avec un entrepreneur, la possession de 10.000 francs le 1^{er} janvier 1926 contre celle de 10.800 francs le 1^{er} janvier 1927. La monnaie est l'agent essentiel du crédit.

Ce que les co-échangistes, dans ce second cas, entendent d'ailleurs échanger, ce ne sont point à proprement parler des quantités de monnaie, mais les quantités de richesses

de consommation usuelle que ces quantités de monnaie leur permettent de se procurer. Ils présument, ou espèrent, que le pouvoir d'achat de la monnaie sera le même à l'origine et à la fin de leur contrat.

Le *pouvoir d'achat d'une monnaie* est la quantité que l'unité monétaire permet d'acquérir d'une marchandise composée d'objets de consommation et de services dans la proportion où ceux-ci entrent dans le budget d'une famille moyenne.

Si l'on considère, à une époque T_0 , prise comme base, les quantités respectives d'objets de consommation et de services qui entrent dans ce budget familial moyen, en un lieu déterminé, et si l'on suit les variations, dans le temps, du prix de ces différents objets ou services et celles, corrélatives, du budget familial supposé de composition invariable en quantités et en qualités, on obtient pour ce dernier une série de valeurs $B_0, B_1, B_2...$ qui représentent le *coût de la vie* aux diverses époques, dans le lieu considéré.

Les variations du coût de la vie font l'objet, dans les différents pays, de recherches qui aboutissent à l'établissement de séries de nombres-indices.

On appelle *nombre-indice du coût de la vie*, à l'époque T_k , en un certain lieu, le rapport des budgets familiaux aux époques T_k et T_0 .

Si P_k représente ce nombre, l'on a : $P_k = \frac{B_k}{B_0}$.

D'après la définition que nous en avons donnée, le pouvoir d'achat de la monnaie est l'inverse du coût de la vie. Aux coûts de la vie $B_0, B_1, B_2...$ aux diverses époques, correspondent des pouvoirs d'achat égaux à $\frac{1}{B_0}, \frac{1}{B_1}, \frac{1}{B_2}...$

L'étude des variations du coût de la vie donnera donc la mesure des variations du pouvoir d'achat, dont nous avons vu l'importance.

Si nous groupons sous la dénomination de *domaine économique* les lieux faisant usage d'une même monnaie, l'indice du coût de la vie dans ce domaine sera approximativement égal à la moyenne des indices du coût de la vie dans les différents lieux, compte tenu de leur importance respective.

Quand on veut suivre le coût de la vie au long d'une période séculaire, on se heurte à cette difficulté que la quantité et la qualité des achats familiaux ne demeurent plus les mêmes aux époques éloignées. Depuis moins d'un siècle sont apparues des dépenses telles que les transports, le pétrole, le gaz, l'électricité, etc., dont il est impossible de ne pas tenir compte dans l'évaluation du coût de la vie.

Cette difficulté a pu être résolue par la remarque suivante : Si, pour un même domaine économique, l'on effectue le calcul de plusieurs séries de nombres-indices du coût de la vie, établies chacune en partant d'une composition différente du budget familial, mais comprenant en tous cas un grand nombre de chefs de dépense, l'on obtient des résultats très comparables entre eux. Le choix des articles et le poids qui leur est attribué n'a donc qu'une importance secondaire à condition que leur nombre soit élevé.

A défaut d'indices du coût de la vie, lesquels ne sont établis que depuis un temps court, une indication sur les variations du pouvoir d'achat de la monnaie est fournie par la considération des indices des prix de détail, ou des prix de gros des marchandises. Ces indices présentent, en effet, les mêmes fluctuations générales que les premiers. Ils peuvent donc en tenir lieu, en première approximation ; et cette substitution est d'autant plus justifiée que plus grand est le nombre des articles d'après lesquels sont calculés les indices généraux des prix.

L'observation du coût de la vie ou du niveau des prix

dans le dernier siècle, faite dans les différents pays, a permis de constater que le coût de la vie, et par conséquent le pouvoir d'achat de la monnaie, variait notablement dans le temps — et cela, non seulement dans les pays soumis à un régime de papier-monnaie, mais encore dans les pays à monnaie métallique.

D'une manière générale, dans les pays à monnaie d'or, on distingue deux espèces de variations : les variations générales ou séculaires, et les variations périodiques.

Au cours du XIX^e siècle, les variations séculaires ont eu une durée de vingt à trente ans, et leur amplitude a été considérable (70 % de la valeur minima du coût de la vie, de 1873 à 1895, et 150 % de cette même valeur de 1895 à 1921).

Les variations périodiques ont une durée de sept à dix ans et une faible amplitude (moins de 10 % de la valeur moyenne). Elles comprennent : une période de hausse des prix (trois à quatre ans), une baisse assez brusque (une année), et une période de baisse progressive (trois à quatre ans). Le point de départ de la baisse s'appelle la crise. Cette variation du niveau des prix s'accompagne d'une variation de l'activité industrielle. A la période de hausse correspond un essor de l'industrie; à la crise, un arrêt de la production; à la période de baisse, un ralentissement des affaires.

Les variations du coût de la vie résultent des variations dans l'offre et dans la demande des marchandises — lesquelles sont fonctions d'une foule de facteurs tels que : quantité de monnaie en circulation, développement du crédit, volume de la production, organisation de l'industrie, développement des moyens de communication, etc.

Entre ces divers facteurs et le coût de la vie, il existe une relation que nous nous proposons d'établir.

Pour cela, nous remarquerons que la demande de mar-

chandises est en relation avec la quantité de monnaie détenue par le public et nous examinerons comment se trouve réparti, à un instant donné, le stock monétaire existant dans un domaine économique. Autrement dit, nous ferons un inventaire instantané de toute la monnaie existant dans le domaine ; mais pour que cet inventaire ne présente aucune anomalie due au choix de l'époque (début ou fin de mois, etc.), nous raisonnerons sur un inventaire moyen où chaque détenteur de monnaie figurerait pour la moyenne des sommes quotidiennes conservées par lui durant le mois encadrant l'instant choisi.

Le stock monétaire dont nous ferons état est l'ensemble des moyens de paiement *ayant pouvoir libératoire* et détenus, soit par le public, soit par l'État. Il se compose : des monnaies locales d'or, d'argent ou de papier (moins l'encaisse des banques d'émission), des billets de banque et des dépôts à vue dans les banques d'émission, ces derniers jouant le même rôle que les billets de banque dans un certain public.

Nous distinguerons les détenteurs de monnaie en quatre catégories :

- 1° Les consommateurs.
- 2° Les capitalistes.
- 3° Les entrepreneurs.
- 4° Les banques.

Un même individu peut d'ailleurs appartenir à plusieurs catégories. En ce cas, la monnaie qu'il détient sera répartie entre ces catégories selon l'usage qu'il en fait. La distinction que nous faisons ici n'est donc pas une discrimination d'individus mais une discrimination de fonctions. Quant à l'État, il figure parmi les entrepreneurs ; les sommes qu'il détient sont, en effet, celles qui sont nécessaires pour assurer le

fonctionnement des services publics dont il est, pour ainsi dire, l'entrepreneur.

Examinons l'importance du stock monétaire de chacune des catégories ci-dessus :

1^o Pour faire face à ses dépenses, chaque *consommateur* conserve à sa disposition une certaine fraction de son revenu. L'importance de cette fraction dépend de ses habitudes, de l'intervalle qui sépare deux perceptions successives de ses revenus. S'il touche un salaire mensuel, la fraction qu'il conserve ira en diminuant du premier au dernier jour du mois, au fur et à mesure de ses dépenses ; elle sera plus forte à la veille des échéances de son loyer ou d'un départ en voyage qu'aux autres époques ; mais si l'on considère la valeur moyenne de cette fraction, on conçoit que celle-ci varie très peu.

Si l'on étend cette observation à l'ensemble des consommateurs, les variations accidentelles que l'on pourrait constater chez les individus tendent à se compenser, et il est permis de penser que le rapport des disponibilités des consommateurs au revenu global des habitants du domaine économique, est généralement stable.

Ces disponibilités ne sont d'ailleurs pas toutes conservées par les consommateurs eux-mêmes. Suivant les habitudes de paiement du public (monnaie ou chèques), selon la possibilité qu'a celui-ci d'effectuer des dépôts dans les banques, caisses d'épargne, etc., il garde par devers lui une quantité, de monnaie plus ou moins grande et il dépose le reste à vue dans les banques. Comme le total des disponibilités, l'une et l'autre de ces parties sont stables, particulièrement la première qui répond aux besoins les plus immédiats.

Si nous représentons par M_1 et D_1 les sommes conservées

chez eux par les consommateurs et celles déposées dans les banques, par R le revenu global mensuel à l'instant considéré, par F et I les rapports à ce revenu des disponibilités totales des consommateurs d'une part et de leurs disponibilités liquides (1) d'autre part, nous avons identiquement :

$$(1) \quad M_1 = IR.$$

$$(2) \quad D_1 = (F - I) R.$$

2° Les *capitalistes* conservent de même à leur portée, afin de ne pas manquer, le cas échéant, un placement avantageux, une fraction, très faible d'ailleurs, de leur capital, dont l'importance a une certaine stabilité.

Cette somme est, partie conservée chez eux par les capitalistes, partie déposée à vue dans les banques.

Si M_2 et D_2 représentent ces deux parties des disponibilités des capitalistes. Si C est le capital social du domaine économique, et si G et J sont les rapports au capital des disponibilités totales et des disponibilités liquides, nous pouvons poser, comme précédemment :

$$(3) \quad M_2 = JC.$$

$$(4) \quad D_2 = (G - J) C.$$

3° Les sommes que les *entrepreneurs* conservent à leur disposition doivent leur permettre de faire face à leurs dépenses dans l'intervalle des encaissements du produit de leurs ventes. Ces dépenses sont d'ailleurs, au profit près, égales au chiffre d'affaires des entrepreneurs.

Mais le chiffre d'affaires est en relation étroite avec le

(1) Nous désignerons, pour simplifier, par *disponibilités liquides* les disponibilités que les intéressés conservent par devers eux.

revenu global des habitants. Dans une entreprise, le chiffre d'affaires se compose du coût des matières premières, du montant des salaires, des frais généraux et du profit. Les salaires, le profit et certains frais généraux sont des revenus directement payés aux intéressés. Mais le coût des matières premières et la plupart des frais généraux font eux-mêmes partie du chiffre d'affaires d'autres entreprises. Celui-ci peut à son tour se décomposer comme le premier, et, si l'on poursuit de proche en proche, on arrive plus ou moins vite à n'avoir plus en face de soi que des revenus. Mais chacun de ces revenus a été compris dans un nombre plus ou moins grand de chiffres d'affaires successifs. Ainsi, le salaire du gardien de troupeau figure directement dans le chiffre d'affaires de l'éleveur, et indirectement dans celui du marchand de bestiaux, dans celui du boucher, pour partie dans celui du tanneur, dans celui du marchand de cuir, dans celui du fabricant de chaussures, dans celui du marchand de gros et dans celui du marchand de détail ; de sorte que la valeur de ce salaire a été compté plusieurs fois, cinq ou six peut-être dans le chiffre d'affaires global du pays.

Le coefficient par lequel il faudrait multiplier chaque revenu, pour avoir la somme des fractions de chiffres d'affaires qui lui correspondent, diffère essentiellement avec la nature des industries intéressées. Mais, dans chaque branche de la production, le processus industriel variant peu dans le temps, et l'organisation d'ensemble de la production moins encore, le coefficient général présente une certaine stabilité. Nous le représenterons par :

$$L = \frac{A}{R},$$
 A désignant le chiffre d'affaires global mensuel du domaine économique à l'instant considéré.

Quant aux disponibilités des entrepreneurs, elles sont

les unes dans leur caisse, les autres déposées à vue dans les banques.

Si nous représentons par M_3 et D_3 ces deux parties des disponibilités, par H et K le rapport au chiffre d'affaires mensuel des disponibilités totales d'une part, et des encaisses d'autre part, nous aurons :

$$(5) \quad M_3 = KA = KLR.$$

$$(6) \quad D_3 = (H - K) A = (H - K) LR.$$

4° Quant aux *banques*, leur encaisse (y compris les dépôts dans les banques d'émission) est généralement maintenue dans un certain rapport avec le montant des dépôts qui y sont faits. Si E représente la valeur moyenne de ce rapport pour l'ensemble des banques, et si M_4 est leur encaisse, l'on a :

$$(7) \quad \begin{aligned} M_4 &= E (D_1 + D_2 + D_3) \\ &= E [(F - I) R + (G - J) C + (H - K) LR] \end{aligned}$$

Le montant total du stock monétaire est donc :

$$(8) \quad \begin{aligned} M &= M_1 + M_2 + M_3 + M_4 = IR + JC + KLR + \\ &\quad + E [(F - I) R + (G - J) C + (H - K) LR] \\ &= [(I + KL) (1 - E) + E (F + HI.)] R + [J (1 - E) + EG] C. \end{aligned}$$

Mais la valeur du revenu et celle du capital sont essentiellement liées au niveau du coût de la vie.

Le revenu global est entièrement employé à l'achat des richesses produites pour la consommation et pour l'épargne. Il est égal à la valeur de cette production.

Si, nous choisissons une période de base T_0 et si nous évaluons la production de la période T envisagée en appliquant aux quantités produites les prix unitaires de T_0 , nous obtenons un résultat que l'on peut considérer

comme représentatif du volume de la production à l'époque T. Et si P est l'indice du coût de la vie à cette dernière époque, l'époque T₀ étant prise pour base, nous aurons :

$$(9) \quad R = QP.$$

De même, évaluons les richesses qui constituent le capital global du domaine économique sur la base des prix de T₀, et représentons par S le résultat de cette évaluation.

La variation des prix des richesses constituant le capital social n'est évidemment pas identique à celle du coût de la vie. Toutefois l'écart qu'il peut y avoir entre les nombres-indices des deux variations est, dans le cas présent, négligeable, et nous pouvons écrire :

$$(10) \quad C = SP.$$

En portant les valeurs transformées de R et de C dans (8), il vient finalement :

$$(11) \quad \frac{M}{P} = [(I + KL)(1 - E) + E(F + HL)] Q + \\ + [J(1 - E) + EG] S.$$

Telle est la relation cherchée entre l'indice du coût de la vie et un certain nombre de facteurs monétaires dont nous rappelons ci-dessous la signification :

P. — Indice du coût de la vie par rapport à une période de base T₀.

M. — Quantité de monnaie en circulation (monnaies d'or, d'argent ou de papier, billets de banque, dépôts dans les banques d'émission).

Q. — Valeur de la production mensuelle, calculée sur la base des prix de T₀.

- S. — Valeur du capital social, calculée sur la base des prix de T_0 .
- F. — Rapport des disponibilités totales des consommateurs à leur revenu mensuel.
- I. — Rapport des disponibilités liquides des consommateurs à leur revenu mensuel.
- G. — Rapport des disponibilités totales des capitalistes au montant de leur capital.
- J. — Rapport des disponibilités liquides des capitalistes au montant de leur capital.
- H. — Rapport des disponibilités totales des entrepreneurs à leur chiffre d'affaires.
- K. — Rapport des disponibilités liquides des entrepreneurs à leur chiffre d'affaires.
- L. — Rapport du chiffre d'affaires global au revenu global.
- E. — Rapport de l'encaisse des banques au montant de leurs dépôts.

La relation (11) est une identité. Elle est vérifiée à tout moment par les valeurs actuelles des facteurs monétaires indiqués. Elle n'est évidemment pas unique. En partant de la même identité $M = M_1 + M_2 + M_3 + M_4$, on aurait pu, en transformant autrement M_1 , M_2 , M_3 et M_4 , mettre en évidence d'autres facteurs qui auraient toujours été rattachés, bien entendu, aux mêmes circonstances économiques : volume de la production, importance du stock monétaire, importance du capital, extension des banques, etc... Tels quels, les facteurs choisis et la relation qui les unit au coût de la vie nous faciliteront l'interprétation des phénomènes monétaires.

Pour étudier ceux-ci, nous nous placerons successivement dans deux hypothèses diamétralement opposées ;

1^o Celle d'un domaine économique fermé, c'est-à-dire sans échanges extérieurs. C'est le cas du monde pris dans son ensemble.

2^o Celle d'un domaine économique non fermé. C'est le cas des différents pays envisagés séparément. Nous les diviserons en deux groupes ; les pays à monnaie métallique et les pays à monnaie de papier.

Ce qui différencie les deux hypothèses, c'est que, dans la première, le coût de la vie, ne pouvant être influencé par aucune action extérieure, résulte nécessairement des valeurs du moment des divers facteurs monétaires. *P* est toujours *effet*.

Dans la seconde, au contraire, le coût de la vie local est non seulement influencé, mais même commandé par l'échange international. Il en résulte qu'il joue cette fois le rôle de *cause* dans la relation monétaire.

CHAPITRE II

LES PHÉNOMÈNES MONÉTAIRES MONDIAUX

Le monde entier peut être considéré comme constituant un domaine économique unique, soumis au régime de la monnaie d'or.

D'une part, en effet, l'or est la base de la presque totalité des régimes monétaires nationaux. D'autre part, on peut rattacher à l'or les autres régimes monétaires puisque, à chaque instant, toutes les valeurs locales peuvent être réduites en or en leur appliquant le taux du change local vis-à-vis des pays à monnaie d'or.

Les phénomènes monétaires mondiaux sont ceux que nous avons signalés plus haut : les variations séculaires et les variations périodiques du coût de la vie.

Variations séculaires du coût de la vie. — Ces variations résultent des modifications permanentes de tous les facteurs que nous avons envisagés ; le stock monétaire (M), le volume de la production (Q), le capital social (S), l'organisation de l'industrie (L), l'organisation du crédit (H, K, E), le développement des banques (F, G, I, J). Mais tous ces facteurs ne jouent pas un rôle équivalent dans la variation du coût de la vie.

Pour le montrer, nous prendrons un exemple numérique, sur des données arbitrairement choisies d'ailleurs, et il ne saurait en être autrement. Nous supposerons qu'à un certain moment, l'on ait :

P = 1; M = 124 milliards francs; Q = 25 milliards francs;
S = 300 milliards francs.

F = 3; I = 1; G = $\frac{1}{50}$; J = $\frac{1}{150}$; H = 1; K = $\frac{1}{6}$; L = 10; E = $\frac{1}{8}$.

L'identité monétaire devient :

$$\frac{124^M}{1,00} = \left[\left(1 + \frac{10}{6} \right) \left(1 - \frac{1}{8} \right) + \frac{3 + 10}{8} \right] \times 25^M \\ + \left[\frac{1}{150} \left(1 - \frac{1}{8} \right) + \frac{1}{8 \times 50} \right] \times 3.000^M.$$

Si nous faisons hausser alternativement de 10 % chacun des facteurs monétaires, l'effet qui en résultera pour P sera :

—	Une hausse de 10 %	si la variable est M.	
—	Une baisse de 7,5 %		Q.
—	2 %		S.
—	1 %		F.
—	0,5 %		G.
—	2,5 %		H.
—	2 %		I.
—	1,5 %		J.
—	3 %		K.
—	5 %		L.
—	3 %		E.

On met ainsi en évidence le fait, d'ailleurs indépendant des valeurs numériques choisies, que les facteurs envisagés n'ont pas la même influence sur le niveau des prix et que ceux dont l'influence l'emporte sont : en premier lieu, la circulation monétaire : en second lieu, le volume de la production.

En particulier, le coût de la vie varie proportionnellement

au stock monétaire si tous les autres facteurs demeurent constants. C'est ce qu'exprime la *théorie quantitative de la monnaie*. Mais une hypothèse aussi simple ne se réalise guère dans la pratique, et le plus souvent, l'action des variations de M sur P est masquée par l'action concomittante des modifications permanentes des autres facteurs.

Quoi qu'il en soit, M est le seul facteur monétaire qui fasse varier P dans le même sens que lui. Tous les autres le font varier en sens inverse.

D'autre part, les facteurs qui tendent à croître dans le temps sont ; M, Q, S et L. Ceux qui tendent à diminuer sont F, G, H, I, J, K et E, par suite du développement des banques.

En sorte que si l'on constate une variation séculaire à la hausse, c'est qu'il y a eu prépondérance de la variation de M et des facteurs bancaires F, G, H, I, J, K et E sur celle des facteurs Q, S et L. C'est l'inverse qui se produit quand l'on se trouve en présence d'une variation séculaire à la baisse.

Variations périodiques du coût de la vie. — Les variations périodiques sont beaucoup moins accusées que celles du niveau des prix et en particulier que celles du niveau des prix de gros. La raison en est que ces variations périodiques portent surtout sur les prix des produits métallurgiques et des matières minérales, lesquels prennent, dans l'établissement des indices des prix de gros une importance plus grande qu'il n'en ont dans le coût de la vie.

La cause des variations périodiques des prix peut être attribuée au fait qu'une certaine périodicité préside à l'emploi de l'épargne nouvelle à la création de moyens de production. La dépression, qui atteint périodiquement l'industrie, n'est

pas absolument générale. Il est des branches particulières de la production, ou des pays particuliers, où l'offre demeure toujours relativement inférieure à la demande. Les entreprises qui se trouvent placées dans ces conditions favorables réalisent des profits d'autant plus importants que le niveau général des prix étant bas, elles ont un prix de revient faible pour un prix de vente élevé. Les résultats obtenus, s'ils semblent de quelque durée, conduiront, au bout d'un certain temps, les entreprises en cause à s'étendre ; des entreprises nouvelles viendront s'installer à côté d'elles ; et une certaine part de l'épargne sociale viendra s'employer à l'accroissement des moyens de production dans les industries ou dans les pays en cause. Il s'ensuivra une augmentation de la demande dans les industries productrices de moyens de production, en particulier dans les industries métallurgiques, et par contrecoup dans les industries extractives.

Pendant un certain temps, une simple augmentation du rendement permettra de satisfaire aux demandes nouvelles, puis cette augmentation ne suffira plus et il faudra embaucher de nouveaux ouvriers, faire des heures supplémentaires, ouvrir des chantiers à prix de revient plus élevé, peut-être même demander un surcroît de moyens de production. Les prix hausseront donc dans cette branche si importante de la production générale que constituent les industries des moyens de production, et avec eux hausseront les salaires, le taux de l'intérêt et les profits. La hausse se répercutera nécessairement sur les autres branches industrielles, avec une certaine atténuation toutefois, et le phénomène se poursuivra jusqu'à ce que, eu égard au prix élevé atteint par les moyens de production, il n'y ait plus de profit possible dans les entreprises nouvelles pour peu que les prix stagnent ou subissent quelque retour en arrière. La création d'entreprises

nouvelles s'arrêtera donc. L'épargne sociale prendra la forme de capitaux circulants et non plus de capitaux fixes ; les stocks augmenteront ; et la demande de moyens de production diminuera dans une large mesure. Il-en résultera une diminution des débouchés pour les produits métallurgiques et minéraux, puis une baisse du prix de ces produits qui entraînera avec elle la baisse des prix, atténuée il est vrai, dans les autres branches industrielles.

Cette baisse générale des prix aura pour conséquence l'élimination progressive de ceux des entrepreneurs qui se trouvent dans l'incapacité de ramener leur prix de revient au-dessous des nouveaux prix de vente : et la réduction, consécutive de la capacité mondiale de production, en particulier dans les industries des moyens de production. Mais, dans le marasme général des affaires, il apparaîtra, au bout de quelque temps que certaines branches de la production, ou certains pays, ont échappé à la baisse des prix, et les résultats encourageants de leurs entreprises retiendront peu à peu l'attention des hommes d'affaires. L'épargne dirigée par leurs soins, se portera à nouveau dans l'industrie. Une demande nouvelle de moyens de production se fera jour ; et un cycle nouveau, pareil à celui que nous venons de décrire, s'amorcera.

Examinons maintenant comment la considération de l'identité monétaire (11) permet d'interpréter le phénomène.

Les variations du volume de la production constatées au cours de la période étant de même sens que celles du coût de la vie, et non de sens inverse, elles ne sauraient fournir une explication de ces dernières. D'autre part, le stock monétaire mondial demeure sensiblement invariable, les banques d'émission veillant à ce que l'excédent de la circulation de leurs billets et de leurs comptes-courants sur leur encaisse demeure toujours à peu près le même. Il faut donc nécessai-

rement qu'un ou plusieurs des autres facteurs monétaires présente des variations périodiques concomittantes de celles de P et de Q.

Un seul de ces facteurs paraît susceptible de telles variations. C'est H, le rapport des disponibilités des entrepreneurs à leur chiffre d'affaires.

En même temps que P et Q croissent, le chiffre d'affaires augmente, en effet, tandis que les fonds de roulement, qui constituent les disponibilités des entrepreneurs, n'augmentent pas (1). Il s'ensuit donc une baisse de H.

Mais ce rapport H ne saurait avoir une valeur quelconque. Lorsque les entrepreneurs, en constituant leur entreprise, prennent la décision de conserver une certaine partie de leur capital à leur disposition immédiate pour servir de fonds de roulement, ils sont partagés entre deux désirs : d'une part, celui de faire face sans dommage à l'éventualité d'une mévente momentanée ; d'autre part, celui de ne laisser improductive ou peu productive que la moindre fraction possible de leur capital.

Dans ce débat, ils tiennent d'ailleurs compte des facilités que leur donne l'usage courant des effets de commerce. Si donc, en tablant sur des prix normaux et un chiffre d'affaires normal, chaque entrepreneur a arrêté son fonds de roulement à un certain chiffre, c'est qu'il a estimé qu'une moindre disponibilité ferait courir des dangers à l'entreprise. Si l'on étend ceci à l'ensemble des entrepreneurs, on voit que la valeur de H correspondant à une époque de prix normaux a été choisie de telle sorte que les entreprises ne sauraient, sans risquer de ne

(1) Ces disponibilités diminuent au contraire, du fait que les consommateurs augmentent les leurs au fur et à mesure qu'augmente leur revenu. Cela se traduit par l'immobilisation d'une partie des fonds de roulement.

pouvoir faire honneur à leurs engagements, la voir diminuer sensiblement.

C'est pourtant ce qui arrive en période d'essor. Poussés par la tentation de profiter au maximum de la hausse des prix qui les favorise, les entrepreneurs se laissent aller à produire plus qu'il ne serait sage de le faire, eu égard à l'importance de leur fonds de roulement et, pour régler leurs dépenses, ils font un appel anormal à la souscription d'effets de commerce : lettres de change, billets à ordre.

Mais la baisse de H est nécessairement limitée, et par suite, limité aussi est l'accroissement de P et de Q. Si nous nous reportons à l'application numérique faite plus haut, nous voyons que, à une hausse de 5 % de chacun des facteurs P et Q (tous les autres demeurant constants) doit correspondre une baisse de H de 33 % ;

$$\frac{124^M}{1,05} = \left[\left(1 + \frac{10}{6} \right) \left(1 - \frac{1}{8} \right) + \frac{3 + 10 \times 0,67}{8} \right] \times 26^M,2$$

$$+ \left[\frac{1}{150} \left(1 - \frac{1}{8} \right) + \frac{1}{8 \times 50} \right] \times 3.000^M$$

Dès que la baisse de H atteint un certain degré, que nous ne saurions chiffrer, mais qui n'en existe pas moins, l'équilibre économique devient précaire. Le monde est en puissance de crise. Qu'un événement survienne qui soit susceptible de causer une mévente d'une certaine durée dans une branche de la production, et il faudra très vite en arriver à la vente forcée des stocks et à la restriction de la production. Ce sera une crise particulière, qui se répercutera facilement sur les autres industries par suite de leur état de moindre résistance. La restriction du crédit forcera les entrepreneurs à ramener H à sa valeur normale. Au début, un tel résultat sera obtenu par une baisse modérée de P et par une impor-

tante restriction de la production, puis, les stocks épuisés, cette dernière reprendra et la concurrence ramènera progressivement P à sa valeur initiale en même temps que Q croîtra, sans nouvelle variation de H .

En résumé, dans les variations périodiques, le mouvement initial est dû au coût de la vie lui-même, qui sous l'influence d'un accroissement de la demande de moyens de production, s'élève et entraîne le développement général de la production. Cette double action a pour conséquence l'affaiblissement du rapport H ; mais un tel affaiblissement rend précaire la situation des entreprises. Un événement susceptible de produire la mévente dans une certaine industrie, en particulier l'arrêt de la création d'entreprises nouvelles, qui cause la mévente dans les industries métallurgiques et minérales, déclanchera la crise et ramènera H , P et Q à leurs valeurs normales.

Dans l'équilibre monétaire mondial, la variation du coût de la vie ne saurait être, en principe, que la résultante des modifications des autres facteurs monétaires. Toutefois, une certaine variation propre lui est permise, par suite de l'élasticité de H , mais les équilibres économiques consécutifs étant instables, la variation est limitée. Tôt ou tard, le coût de la vie se trouve ramené à son niveau primitif et l'équilibre monétaire initial rétabli.

CHAPITRE III

LES PHÉNOMÈNES MONÉTAIRES DANS LES PAYS A MONNAIE MÉTALLIQUE

A. — Pays à monnaie d'or.

Nous comprendrons dans ce groupe, non seulement les pays dotés d'une circulation d'or, mais encore ceux qui sont soumis au régime du « gold exchange standard » et dont la monnaie intérieure, qu'elle soit d'argent ou de papier, a une valeur stable d'échange avec l'or.

Nous venons de voir que, dans un domaine économique fermé tel que le monde pris dans son ensemble, le niveau du coût de la vie résultait des valeurs prises par les autres facteurs monétaires.

Il en est tout autrement dans un domaine économique non fermé. Par suite de l'échange international, les prix pratiqués dans les différentes contrées réagissent les uns sur les autres et le coût de la vie dans un pays se trouve dans la dépendance étroite d'une cause extérieure au pays, qui est le niveau des *prix mondiaux* (nous désignons par cette appellation le prix des marchandises qui font l'objet du commerce international, sur les grands marchés de répartition mondiale tels que Londres et New-York).

Nous pouvons, en effet, distinguer les marchandises échangées dans un pays en trois catégories :

1° Les objets que le pays ne produit pas en quantité suffisante pour sa consommation et qu'il doit importer en totalité ou en partie.

2° Les objets que le pays produit en excédent de ses besoins et dont il exporte une partie.

3° Les objets et services que le pays produit pour sa consommation exclusive.

Comme il ne peut y avoir qu'un seul prix sur un marché pour une même marchandise, le prix des objets de la première catégorie est égal au prix mondial de ces objets, augmenté des frais de transport et des droits de douane à l'importation. De même, le prix des objets de la seconde catégorie est égal à leur prix mondial diminué des frais de transport et des droits à l'exportation, s'il en existe.

Quant aux marchandises de la troisième catégorie, leur prix varie comme celui des marchandises des deux premières. Si, en effet, à un moment où la production est normale, le prix d'une marchandise de la troisième catégorie égale celui d'une certaine marchandise de la première catégorie, c'est que, pour l'ensemble des consommateurs du pays, la désirabilité de ces deux marchandises est la même, et que leur prix de revient est sensiblement identique. Si les marchandises des première et deuxième catégories haussent de prix, par exemple, sous l'action de la hausse mondiale, elles seront moins demandées; la demande se portera de préférence vers les marchandises de la troisième catégorie et en fera hausser le prix. D'autre part, si les prix de la troisième catégorie demeurent inférieurs aux autres, les salaires, intérêts et profits deviendront plus faibles dans les entreprises intéressées que dans les autres. Si cette dénivellation paraît durable, un certain nombre d'ouvriers, d'entrepreneurs, de capitalistes,

transporteront d'une catégorie à l'autre leur activité ou leurs capitaux. Il en résultera une offre moindre dans la troisième catégorie, et par suite une hausse des prix correspondants, jusqu'à ce que la parité ancienne soit rétablie entre les prix des trois catégories.

Ainsi donc, directement ou indirectement, le niveau des prix mondiaux commande le niveau du coût de la vie dans les divers pays. Il faut, évidemment, un certain temps pour que les réactions que nous venons d'indiquer se produisent, et l'alignement des prix n'est pas instantané. Toutefois, depuis que les chemins de fer et la navigation à vapeur ont permis d'assurer le déplacement des personnes et des marchandises dans des conditions remarquables de rapidité et de bon marché, depuis que la télégraphie a permis la transmission instantanée des nouvelles à travers le monde, l'action des prix mondiaux sur ceux des deux premières catégories est devenue très prompte.

Quant à l'action sur les prix de la troisième catégorie, elle est nécessairement plus lente. Dans le déplacement d'activité qu'elle détermine, c'est la main-d'œuvre qui se déplace la première, attirée par les salaires plus élevés des branches favorisées de la production. Le déplacement des capitaux ne se produit que si la modification des prix paraît stable et apporte une sensible différence des profits.

C'est d'ailleurs moins au déplacement des entreprises anciennes qu'au changement d'orientation donnée aux entreprises nouvelles que sont dues les modifications de la production qui rétablissent l'égalité des salaires, des intérêts et des profits. Quoiqu'il en soit, pour être retardée, l'action des prix mondiaux sur les prix de la troisième catégorie n'est pas moins certaine que l'autre.

Quant au coût de la vie, son niveau varie plus ou moins vite selon l'importance respective dans le pays des trois caté-

gories que nous venons d'envisager. D'une manière générale, d'ailleurs, l'ensemble des deux premières catégories excède de beaucoup en importance la troisième. On peut s'en rendre compte en examinant le cas de la France, pays qui a la réputation de se suffire à lui-même.

En 1913, les importations françaises, au titre du commerce spécial, s'élevaient à 8.400 millions de francs environ. Une partie des matières importées n'entraîne d'ailleurs que temporairement et était incorporée dans les produits fabriqués dont la France exportait 5.000 millions environ. Etant donné que la valeur des matières importées entrant dans les produits fabriqués pour l'exportation n'excédaient sans doute pas le quart de la valeur de ceux-ci, soit 1.250 millions de francs, on peut dire que les importations nettes se chiffraient en 1913 à plus de 7 milliards de francs, soit à un peu moins du quart du revenu national (rente alimentaire des agriculteurs non comprise).

Le quart des services de toute nature produits par les Français étaient destinés, en dernière analyse, à satisfaire les besoins des étrangers, tandis que le quart des services utilisés par les Français étaient d'origine étrangère.

Or, la première catégorie de marchandises comprend, non seulement les produits importés, mais encore tous les produits de même nature d'origine française, tels que le blé, les cuirs, le charbon, etc...

La deuxième catégorie de marchandises comprend les lainages, soieries, cotonnades, articles de Paris, parfums, etc... industries de grosse consommation nationale.

Nous déduisons de là, grosso modo, que le coût de la vie en France en 1913, était commandé au moins pour les deux tiers, et peut-être pour les trois quarts, par les prix des marchandises des première et deuxième catégories.

Il convient de souligner enfin qu'en parlant de la dépen-

dance dans laquelle les coûts de la vie des divers pays se trouvent vis-à-vis du niveau des prix mondiaux, nous n'entendons nullement dire qu'il y a égalité des prix locaux et des prix mondiaux, mais seulement que les variations de ces derniers entraînent la variation proportionnelle des premiers.

Les prix locaux, en période normale, sont égaux aux prix mondiaux augmentés des frais de transport et des droits de douane. Or, quand le niveau des prix mondiaux varie, le coût des transports varie dans le même sens. Il en est de même des droits de douane quand ils sont *ad-valorem*. Si donc, à l'époque prise pour base de l'établissement des nombres-indices, le coût de la vie dans un pays est, par suite de sa situation géographique ou de sa politique douanière, plus élevé que le coût de la vie mondial dans le rapport : $K = \frac{B_o}{b_o}$.

(B et b représentant les coûts de la vie dans le pays considéré et dans le monde), cette relation sera encore vraie plus tard, tout au moins tant que les lieux d'approvisionnement et de vente du pays, ainsi que sa politique douanière, demeureront les mêmes. A l'époque T, on aura encore :

$$K = \frac{B}{b} = \frac{B_o}{b_o}, \quad \text{ou} \quad \frac{B}{B_o} = \frac{b}{b_o},$$

c'est-à-dire :

$$P = p$$

(P et p étant les nombres indices du coût de la vie dans le pays considéré et dans le monde).

Nous concluons de cet exposé qu'à la différence du coût de la vie mondial, qui est la résultante des valeurs des autres facteurs monétaires mondiaux, le coût de la vie dans les pays à monnaie d'or est indépendant des facteurs monétaires locaux.

Il ne dépend que du coût de la vie mondial. (1). Mais alors, si un ou plusieurs facteurs monétaires locaux subissent des variations permanentes, comment l'identité monétaire sera-t-elle satisfaite? Par la variation du stock monétaire qui résultera des importations ou des exportations de numéraire nécessaires pour équilibrer la balance des comptes du pays avec l'étranger.

Nous allons voir, en faisant varier successivement les divers facteurs monétaires, par quel processus cette variation agit sur le montant du stock monétaire.

a) Variations de l'indice du coût de la vie P.

a₁) P décroît. — Supposons que, par une modification brusque de la production mondiale qui n'intéresse pas directement le pays considéré, les prix mondiaux diminuent de telle sorte que le coût de la vie local s'abaisse de 5 %. Qu'advient-il des autres facteurs monétaires ?

Au fur et à mesure que P diminue, le volume de la production demeurant le même, les revenus des consommateurs décroissent, et leurs disponibilités deviennent trop importantes ; autrement dit le rapport F prend une valeur supérieure à la normale. De même la valeur du capital social et le chiffre d'affaires diminuant, les disponibilités des capitalistes et des entrepreneurs se trouvent trop fortes ; les rapports G et H prennent une valeur supérieure à leur valeur normale.

Consommateurs, capitalistes et entrepreneurs réduiront donc le chiffre de leurs disponibilités de manière à ce que

(1) Cette conclusion fait abstraction des fluctuations temporaires que peut subir le coût de la vie local sous l'influence des autres facteurs monétaires locaux.

F, G et H reprennent leur valeur ordinaire. Pour ce faire, au lieu de diminuer leurs dépenses au moment même où leurs revenus diminuent, les consommateurs continueront à vivre sur leur ancien pied jusqu'à ce que leurs disponibilités aient décréû dans la proportion qu'ils désirent. De même les capitalistes et les entrepreneurs placeront ou immobiliseront l'excédent de leurs disponibilités.

Il y aura une demande excessive de marchandises et de capitaux mobiliers ou immobiliers, tout comme si une découverte d'or dans le pays en avait soudain enrichi les habitants.

L'accroissement de la demande portera sur les trois catégories de marchandises que nous avons envisagées ci-dessus. Quelles en seront les conséquences?

Le surcroît de demande des marchandises de la première catégorie se traduira par un écoulement plus rapide des approvisionnements des commerçants de détail, qui se réapprovisionneront plus fréquemment auprès des marchands de gros, lesquels s'adresseront plus souvent aux importateurs. Ces derniers, enfin, passeront de plus importantes commandes aux lieux d'origine ou aux centres mondiaux de répartition. Toute cette répercussion s'effectuera sans qu'il se produise d'augmentation de prix autre que celle que pourraient subir les prix mondiaux du fait de l'excès de demande du pays considéré, ce qui est négligeable.

L'accroissement de demande des produits de la deuxième catégorie aura pour conséquence de faire absorber par le pays une partie de l'excédent de sa production ordinairement exportée. A moins que la légère diminution d'offre qui se fera sentir de ce fait sur les marchés mondiaux ne fasse hausser quelque peu le prix mondial des marchandises en cause, ce qui n'est guère probable, aucune augmentation de prix ne s'en suivra ici non plus.

Quant aux marchandises et services de la troisième catégorie, leur prix haussera jusqu'au point où la demande ne sera plus supérieure à l'offre. Mais cette hausse ne saurait être que passagère, ainsi que nous l'avons exposé plus haut.

Le surcroît de demande aura donc pour effet d'augmenter les importations, de diminuer les exportations, et de faire hausser les prix de la troisième catégorie de marchandises. Des deux premières circonstances, il résultera un déséquilibre de la balance des comptes qui sera compensé par une sortie de numéraire du pays. De la troisième, il résultera un relèvement passager du coût de la vie, dont la baisse sera ainsi amortie.

Il est utile d'illustrer l'exposé ci-dessus par un exemple numérique.

Soit un pays à monnaie d'or dans lequel les facteurs monétaires ont, à l'époque initiale, les valeurs suivantes :

$$\begin{aligned} P &= 1; M = 12,4 \text{ milliards de francs}; Q = 2,5 \text{ milliards de francs}; \\ S &= 300 \text{ milliards de francs}; \\ F &= 3; I = 1; G = \frac{1}{50}; J = \frac{1}{150}; H = 1; K = \frac{1}{6}; L = 10; E = \frac{1}{8}. \end{aligned}$$

L'identité monétaire initiale est :

$$\begin{aligned} \frac{12^m,4}{1,00} &= \left[\left(1 + \frac{10}{6} \right) \left(1 - \frac{1}{8} \right) + \frac{3 + 10}{8} \right] \times 2^m,5 \\ &\quad + \left[\frac{1}{150} \left(1 - \frac{1}{8} \right) + \frac{1}{8 \times 50} \right] \times 300^m \\ &= 2^m,5 + 2^m + 4^m,2 + \frac{5^m + 4^m + 20^m,8}{8} = 8^m,7 + \frac{29^m,8}{8} = 8^m,7 + 3^m,7. \end{aligned}$$

Les disponibilités des consommateurs, des capitalistes et des entrepreneurs sont respectivement égales à 7,5; 6 et

25 milliards de francs, soit au total à 38,5 milliards dont 8,7 sont liquides et 29,8 sont déposés dans les banques, lesquelles conservent une encaisse de 3,7 milliards.

Supposons que, par suite de la baisse du niveau des prix mondiaux, le coût de la vie locale P baisse de 5 %. Les revenus, valeur du capital et chiffre d'affaires globaux diminuant également de 5 %, le public réduira ses disponibilités dans le même rapport, c'est-à-dire de $38.500 \times 5 \% = 1.925$ millions de francs, à raison de : $8.700 \times 5 \% = 435$ millions de francs sur ses disponibilités liquides, et de $29.800 \times 5 \% = 1.490$ millions de francs sur ses dépôts en banque.

Avec l'excédent de ses disponibilités, le public pourra, ou consommer plus, ou constituer des capitaux nouveaux, ou acheter des capitaux anciens, entre autres des valeurs mobilières.

Mais, d'autre part, pour rembourser 1.490 millions de dépôts, des banques réduiront leur encaisse de $\frac{1.490}{8} = 185$ millions, et elles réduiront leur portefeuille de 1.305 millions, en plaçant une valeur égale de titres dans leur clientèle ou en les réalisant en Bourse.

Sur les 1.925 millions de francs que le public consacrera à un excédent d'achats, 1.305 seront donc employés à racheter les titres dont les banques sont obligées de se dessaisir. Des 620 millions restants, la plus grosse part, 500 millions par exemple, sera consacrée à acheter des marchandises des première et deuxième catégories ou des capitaux possédés par les étrangers. La balance des comptes devenant déficitaire d'autant, cette somme passera à l'étranger. La plus petite part (120 millions) se portera sur les marchandises de la troisième catégorie, dont elle fera hausser le prix. Elle sera ainsi résorbée par les disponibilités du public, le coût de la vie subissant

un relèvement égal à $\frac{120}{12.400} = 1 \%$. Cette dernière hausse n'est d'ailleurs que temporaire et, à la suite du nivellement des prix dans les trois catégories, le coût de la vie redescendra de 1 %, tandis que les 120 millions de francs, un moment retenus, seront consacrés à un excédent d'achats à l'étranger où ils s'écouleront progressivement.

Nous schématiserons la succession des équilibres monétaires du pays de la façon suivante. Si nous écrivons l'identité monétaire sous une forme simplifiée

$$(12) \quad \frac{M}{P} = f(F, G, H, Q),$$

nous aurons à l'origine :

$$(6) \quad \frac{M_0}{P_0} = f(F_0, G_0, H_0, Q_0).$$

Au premier temps, avant l'emploi de l'excédent des disponibilités :

$$(1) \quad \frac{M_0}{P_1} = f(F_1, G_1, H_1, Q_0), \quad \text{où} \quad \frac{P_1}{P_0} = \frac{F_0}{F_1} = \frac{G_0}{G_1} = \frac{H_0}{H_1} = \frac{95}{100}$$

Au deuxième temps, après l'emploi de l'excédent des disponibilités, l'on aura :

$$(2) \quad \frac{M_2}{P_2} = f(F_0, G_0, H_0, Q_0) = \frac{M_0}{P_0}, \quad \text{où} \quad \frac{M_2}{M_0} = \frac{P_2}{P_0} = \frac{96}{100}.$$

Et au dernier temps, après le nivellement des prix des trois catégories :

$$(3) \quad \frac{M_3}{P_1} = f(F_0, G_0, H_0, Q_0) = \frac{M_0}{P_0}, \quad \text{où} \quad \frac{M_3}{M_0} = \frac{P_1}{P_0} = \frac{95}{100}.$$

Si le coût de la vie décroît, le stock monétaire décroît dans le même rapport.

a. — *P croît.* — Si la variation du coût de la vie est à la hausse au lieu d'être à la baisse, les mêmes phénomènes se produisent, mais en sens inverse. Les revenus, valeur du capital et chiffre d'affaires globaux vont se trouver augmentés et les disponibilités des consommateurs, capitalistes et entrepreneurs deviendront insuffisantes. Si *P* croît de 5 % par exemple, *F*, *G* et *H* diminueront dans le même rapport. Il en résultera que, pour ramener ces facteurs à leur valeur normale, les consommateurs continueront à consommer comme auparavant, pendant un certain temps, malgré l'accroissement de valeur de leur production ; les capitalistes aliéneront des capitaux ; et les entrepreneurs aliéneront des capitaux ou émettront des emprunts.

Ceci se traduira par une demande de marchandises et de capitaux moindre, dont le résultat sera : d'une part, la diminution des importations et l'augmentation des exportations (sans diminution appréciable des prix des marchandises des deux premières catégories) ; d'autre part, la baisse des prix de la troisième catégorie.

Le premier effet (d'avoir une balance des comptes favorable) sera compensé par une importation de numéraire qui accroîtra d'autant le stock local. Quand au second, il provoquera une baisse modérée et passagère du coût de la vie qui regagnera bientôt sa nouvelle position d'équilibre $\left(\frac{105}{100}\right)$ en entraînant le stock monétaire dans une variation proportionnelle.

Les identités monétaires successives sont les mêmes que dans le cas précédent, mais cette fois, l'on aura, au premier temps :

$$\frac{P_1}{P_0} = \frac{F_0}{F_1} = \frac{G_0}{G_1} = \frac{H_0}{H_1} = \frac{105}{100}.$$

au deuxième :

$$\frac{P_2}{P_0} = \frac{104}{100}$$

et au dernier :

$$\frac{M_2}{M_0} = \frac{P_1}{P_0} = \frac{105}{100}.$$

Si le coût de la vie croît, le stock monétaire croît dans le même rapport.

b. — Variations du volume de la production Q.

b₁. — Q décroît. — La diminution du volume de la production réduisant les revenu et chiffre d'affaires globaux, F et H augmenteront. Le public ramènera ces rapports à leur valeur normale en diminuant ses disponibilités, comme il a été indiqué dans le cas où le coût de la vie décroît (cas *a₁*).

Par suite du déséquilibre de la balance des comptes, une partie du numéraire s'écoulera à l'extérieur ; d'autre part, le coût de la vie haussera légèrement à la suite des prix de la troisième catégorie, mais cette hausse s'annulera progressivement, le coût de la vie reprenant sa valeur première, et le stock monétaire diminuant en conséquence.

La succession des identités monétaires sera la suivante :

Au temps (0), l'on aura :

$$\frac{M_0}{P_0} = f(F_0, G_0, H_0, Q_0);$$

Au temps (1) :

$$\frac{M_0}{P_0} = f(F_1, G_0, H_1, Q_1), \quad \text{où} \quad \frac{Q_1}{Q_0} = \frac{F_0}{F_1} = \frac{H_0}{H_1};$$

Au temps (2) :

$$\frac{M_2}{P_2} = f(F_0, G_0, H_0, Q_1), \quad \text{où} \quad M_2 < M_0 \quad \text{et} \quad P_2 > P_0;$$

et au temps (3) :

$$\frac{M_3}{P_0} = f(F_0, G_0, H_0, Q_1), \quad \text{où} \quad M_3 < M_2 < M_0.$$

Quand le volume de la production diminue, une partie du stock monétaire s'écoule à l'extérieur. Le coût de la vie, après une légère hausse momentanée, revient à sa valeur initiale.

b. — *Q croît.* — En ce cas, les revenu et chiffre d'affaires augmentant, *F* et *H* diminuent. Le public les ramène à leur valeur normale par une réduction de la demande qui entraîne, d'une part, une balance des comptes favorable et une importation d'or, d'autre part une légère baisse du coût de la vie qui disparaît quand les prix de la troisième catégorie reviennent au niveau des autres.

Les identités monétaires qui caractérisent ce cas sont les mêmes que celles du cas précédent, mais cette fois, l'on a

$$Q_1 < Q_0, \quad \text{et} \quad M_3 > M_2 > M_0.$$

Quand le volume de la production s'accroît, le stock monétaire s'accroît également par une entrée de numéraire. Quant au coût de la vie, après une légère baisse, il reprend sa valeur initiale.

c. — *Variations du stock monétaire M.*

c₁. — *M croît.* — L'hypothèse d'un accroissement du stock monétaire est celle qui se trouve réalisée dans les pays de mines d'or. Le phénomène se présente alors exactement comme nous l'avons décrit dans le cas où le coût de la vie P décroît.

Les disponibilités liquides des consommateurs, des capitalistes et des entrepreneurs s'accroissent du fait de l'or nouveau. Leurs rapports au revenu, valeur du capital et chiffre d'affaires globaux (F, G et H) s'accroissent dans la même proportion. Le retour de ces rapports à leur valeur normale donne lieu à un surcroît de demande laquelle porte sur les produits et les capitaux des trois catégories envisagées. Le surcroît de demande qui porte sur les objets des deux premières catégories n'entraîne pas la hausse des prix, mais rend la balance des comptes défavorable ; celle qui porte sur les objets de la troisième catégorie en fait hausser les prix, d'où résulte une hausse moins sensible du coût de la vie.

Mais cette hausse ne saurait être que temporaire, et le coût de la vie reviendra à son ancien niveau par le nivellement des prix des trois catégories. Quant au stock monétaire, il aura diminué pour compenser les déficits de la balance des comptes, et l'équilibre monétaire primitif se rétablira.

Les aspects successifs de l'identité monétaire sont les suivants :

Au temps (0) :

$$\frac{M_0}{P_0} = f(F_0, G_0, H_0, Q_0);$$

Au temps (1) :

$$\frac{M_1}{P_0} = f(F_1, G_1, H_1, Q_0), \text{ où } \frac{M_1}{M_0} = \frac{F_1}{F_0} = \frac{G_1}{G_0} = \frac{H_1}{H_0} > 1;$$

Au temps (2) :

$$\frac{M_2}{P_2} = f(F_0, G_0, H_0, Q_0) = \frac{M_0}{P_0}, \quad \text{où } P_2 > P_0;$$

Au dernier temps, P sera revenu à sa valeur initiale, entraînant M à sa suite comme on l'a indiqué dans le cas a_1 , et l'on aura :

$$(3) \quad \frac{M_3}{P_0} = f(F_0, G_0, H_0, Q_0) = \frac{M_0}{P_0}, \quad \text{où } M_3 = M_0.$$

Quand le stock monétaire s'accroît, la quantité dont il s'accroît s'écoule à l'étranger et M reprend sa valeur initiale, après avoir causé pendant un temps une légère hausse du coût de la vie.

c_2 . — M décroît. — C'est le cas d'un pays qui, à la suite d'une guerre malheureuse, est tenu de verser à son adversaire une indemnité ou une contribution. Il est exceptionnel, toutefois, car le gouvernement remplace généralement le stock métallique qu'il est obligé de transférer à l'étranger par une quantité équivalente de monnaie fiduciaire. Cette monnaie fiduciaire est ensuite remplacée par l'or au fur et à mesure que les excédents budgétaires de l'État le permettent.

Quoiqu'il en soit, si un tel cas se produisait, tout se passerait comme dans celui où le coût de la vie P croît (a_2). Seulement, ici, ce sont les disponibilités des consommateurs, des capitalistes ou des entrepreneurs qui diminuent par le fait de la restriction monétaire. F, G et H décroissent dans la même proportion. Pour les ramener à leur valeur normale : le public réduit ses dépenses ou aliène ses capitaux. Il en résulte : d'une part, un excédent des exportations sur les importations, d'où une rentrée de numéraire dans le pays ; d'autre part, une baisse de prix de la troisième catégorie,

qui se répercute dans une certaine mesure sur le coût de la vie. Cette baisse n'a d'ailleurs qu'un caractère temporaire et le coût de la vie revient peu à peu à son niveau initial, déterminant une variation proportionnelle du stock monétaire.

Les identités monétaires successives sont celles du cas précédent.

Quand le stock monétaire diminue, une balance des comptes favorable le ramène à sa valeur initiale.

L'étude des conséquences de la variation permanente de l'un quelconque des autres facteurs monétaires conduirait à une discussion en tous points semblable à celle de la variation du volume de la production.

La variation considérée modifierait tout d'abord l'un ou plusieurs des rapports F, G et H. Le public ramènerait ces derniers rapports à leur valeur normale en modifiant le chiffre de ses disponibilités en augmentant ou en diminuant, selon le cas, sa demande de produits et de capitaux. La modification de la demande provoquerait, d'une part, le déséquilibre de la balance des comptes et par conséquent un mouvement de numéraire ; d'autre part, une modification momentanée des prix de la troisième catégorie et une modification moins sensible et également momentanée du coût de la vie, dont le retour progressif à la normale provoquerait un mouvement complémentaire de numéraire.

En définitive, comme nous l'indiquions plus haut, *c'est par la variation du montant du stock monétaire que se rétablit, dans les pays à monnaie d'or, l'équilibre monétaire troublé par la variation des divers facteurs monétaires.*

La variation du stock monétaire est de même sens que celles de tous les facteurs que nous avons envisagés dans cette étude.

Elle est plus ou moins forte selon la nature du facteur variant. Si, dans l'exemple numérique que nous avons choisi, nous faisons varier alternativement de 10 % tous les facteurs monétaires, il s'ensuivra pour M une variation de même sens : de 10 % si la variable est P ; de 7,5 % si c'est Q ; de 5 % si c'est L ; de 3 % si c'est E ; de 1 % si c'est F ; de 0,5 % si c'est G ; de 2,5 % si c'est H ; de 2 % si c'est I ; de 1,5 % si c'est J ; de 3 % si c'est K ; de 2 % si c'est S.

En particulier, toute variation du coût de la vie entraîne pour le montant de la circulation monétaire une variation proportionnelle, quand les autres facteurs demeurent constants. Tel est l'énoncé de la théorie quantitative de la monnaie appliquée à un pays à monnaie d'or.

Enfin, aucune variation indépendante du stock monétaire ne peut devenir permanente ; ce stock revient nécessairement à sa valeur primitive.

Dans les discussions que nous avons conduites plus haut relativement aux conséquences des variations des facteurs monétaires, nous avons supposé que, lorsque les rapports F, G et H étaient trop forts ou trop faibles, les consommateurs, les capitalistes et les entrepreneurs les ramenaient à leur valeur normale. Que faut-il penser de cette hypothèse ?

Tout d'abord, il faut bien entendre que la *valeur normale* de F en un instant déterminé, n'est pas un point précis de l'échelle des nombres, dont F ne saurait s'écarter sans y être aussitôt ramené par la volonté du public. Cette valeur normale est plutôt un point moyen, représentatif de l'équilibre des désirs individuels du public relativement à la quantité des disponibilités que chacun veut conserver par devers soi. C'est une constante psychologique de même nature que celles

que les observations statistiques permettent de découvrir dans les faits sociaux : fréquence des suicides, fréquence des lettres mises à la poste sans affranchissement, etc... Si aucune cause indépendante ne vient modifier systématiquement les désirs individuels, les valeurs successives de F s'écarteront peu du point moyen, et les écarts auront une durée d'autant plus brève qu'ils seront plus grands. Il en serait de même pour les valeurs de G et de H .

Si donc nous faisons la part d'un certain jeu normal dans la fixation par le public des valeurs de F , G et H , notre hypothèse sera exacte, à moins que les variations de ces valeurs n'entraînent une modification systématique des désirs individuels.

Nous ne voyons aucune raison pour qu'une telle chose se produise en ce qui concerne les rapports F et G . Il en est de même relativement au rapport H , le plus important des trois, quand la variation des facteurs monétaires lui donne une valeur supérieure à sa valeur normale. Quand les entrepreneurs ont des disponibilités en excès, il leur est toujours facile de les employer utilement en les plaçant à terme ou en achetant avec elles des valeurs mobilières. Par contre quand H prend une valeur inférieure à la normale, il faut distinguer deux cas, selon que le monde se trouve dans une période d'essor ou dans une période de dépression économique.

Si l'on se trouve en période de dépression, les circonstances ne se prêtent point à une réduction systématique de H et le rapport reprend avant longtemps sa valeur normale.

Par contre, en période d'essor, on se trouve déjà en présence d'une baisse systématique de H avec laquelle vient naturellement cadrer la nouvelle réduction de ce rapport consécutive à un accroissement éventuel de P ou de Q ou à une diminution éventuelle de M . Cette nouvelle baisse

de H n'entraîne plus alors de réaction de la part des entrepreneurs et notre hypothèse se trouve partiellement infirmée.

En conséquence, quand un accroissement du coût de la vie, du volume de la production ou une diminution de stock monétaire se produisent en période d'essor économique, la conséquence normale qui est une entrée de numéraire dans le pays est moindre qu'elle ne le serait en période de dépression. Par contre, la diminution de H s'accroît et hâte l'évolution de l'état économique du pays vers la crise périodique.

Nous terminerons l'étude des phénomènes monétaires dans les pays à monnaie d'or, par la résolution d'un problème monétaire particulièrement important pour le sujet qui nous occupe.

« Dans quelle mesure les habitants d'un pays, qui s'estiment molestés par les lois fiscales qui les régissent, peuvent-ils transférer leurs capitaux à l'étranger! »

Si, par transfert de capitaux à l'étranger, l'on entend seulement le transport des valeurs mobilières des banques locales dans les banques étrangères, le montant d'un tel transfert est illimité sous réserve des difficultés matérielles à vaincre s'il faisait l'objet d'une interdiction légale.

Il est d'ailleurs sans action sur la balance des comptes du pays considéré. Il est indifférent, en effet, au point de vue de l'équilibre de cette balance, que les coupons d'une valeur mobilière appartenant à un Français soient touchés à Paris ou à Londres. Le seul résultat de ce transport des titres ou des coupons serait de faire payer à l'actionnaire l'impôt cédulaire anglais sur le revenu des valeurs mobilières au lieu de l'impôt français, et par suite de favoriser l'équilibre budgétaire anglais au détriment de l'équilibre budgétaire français.

Il en est tout autrement, si, par transfert de capitaux, l'on entend la vente d'immeubles situés dans le pays ou de valeurs

mobilières nationales, faites dans l'intention de placer à l'étranger le produit de cette vente.

Supposons, pour fixer les idées, qu'en 1913, un certain nombre de Français, détenteurs de fonds d'État pour une valeur en capital de 5 milliards francs, aient voulu vendre à tout prix ces titres, pour acheter avec le produit de la vente, des immeubles à l'étranger ou des valeurs mobilières étrangères. Comment l'opération se serait-elle effectuée?

Les fonds d'État ainsi offerts auraient trouvé acquéreurs soit parmi les étrangers, soit parmi les Français.

La vente faite aux étrangers, étant suivie d'un achat de capitaux étrangers, aurait été sans action sur la balance des comptes qu'elle aurait affectée d'un égal montant au crédit et au débit. La double opération n'aurait été, somme toute, qu'un troc de capitaux entre certains Français et certains étrangers.

Quant au placement consécutif à la vente faite aux Français, il serait venu s'ajouter aux importations invisibles et la balance des comptes aurait été rendue déficitaire d'autant. Il aurait donc fallu que, au fur et à mesure de la vente des fonds d'État aux Français, un montant égal d'or fut retiré de la circulation et expédié à l'étranger.

Mais une telle réduction de la circulation, faisant baisser les rapports F, G et H au-dessous de la normale, aurait entraîné la réaction que nous avons décrite dans le cas c_2 . En particulier, les banques qui auraient subi un retrait de fonds de la part du public, y auraient fait face en réalisant une partie de leur portefeuille, entre autres leurs valeurs mobilières étrangères, alors en hausse. Les vendeurs de fonds d'État auraient donc pu trouver à acheter dans le pays même les valeurs étrangères qu'ils désiraient, ce qui n'aurait plus eu aucune action sur la balance des comptes, l'opération se ramenant alors à un troc de capitaux entre Français.

Si une telle offre, permettant de remployer en France le produit de la vente des fonds d'Etat, ne s'était pas produite, le numéraire nécessaire pour acheter ces fonds aurait bientôt fait défaut, et les cours auraient baissé jusqu'à ce que de nouveaux acquéreurs étrangers se soient présentés ou jusqu'à ce que la valeur de l'ensemble des titres offerts aux Français soit devenue inférieure à la fraction du stock monétaire dont le public français ait pu se priver sans gêne sérieuse.

Cette dernière fraction est difficile à estimer d'une manière précise. Elle n'aurait pu, en tous cas, excéder 10 à 15 % du stock monétaire, soit 1 milliard francs environ.

En définitive, le montant des capitaux que les habitants d'un pays à monnaie d'or peuvent transférer à l'étranger ne saurait excéder que de peu le montant des capitaux que les étrangers viennent placer dans le pays durant le même temps.

Ce que nous venons de dire pour les habitants d'un pays s'applique également aux étrangers antérieurement possesseurs de capitaux réalisables en monnaie locale.

La conclusion qui précède est capitale en ce qui concerne le rétablissement de l'étalon d'or dans les pays à monnaie de papier.

B. — Pays à monnaie d'argent.

Tout ce que nous venons de dire des phénomènes monétaires dans les pays à monnaie d'or, s'applique aux pays à monnaie d'argent. Toutefois, ce ne sont plus les prix mondiaux eux-mêmes qui commandent les prix locaux, mais les prix mondiaux ramenés à l'argent.

D'autre part, les déséquilibres de la balance des comptes,

dans les deux sens, se règlent par des mouvements de métal-argent, au lieu de mouvements de métal-or.

Il peut donc en résulter, si ces mouvements sont importants, une variation sensible de l'offre ou de la demande sur le marché mondial de l'argent, et des différences notables de cours pour ce métal.

CHAPITRE IV

LES PHÉNOMÈNES MONÉTAIRES DANS LES PAYS A MONNAIE DE PAPIER

Nous rappellerons tout d'abord que les pays à change stabilisé par rapport à l'or n'appartiennent pas au présent groupe, mais à celui des pays à monnaie d'or.

Le caractère essentiel des pays à monnaie de papier est que leur monnaie, dépourvue de valeur intrinsèque, ne peut faire l'objet d'exportation ni d'importation. En cela, les pays considérés s'apparentent aux domaines économiques fermés.

Mais, d'autre part, par suite des échanges extérieurs, ces pays s'apparentent également aux pays à monnaie d'or en ce que leur coût de la vie, ramené à l'or, est commandé par le niveau des prix mondiaux. Mieux encore, si, à chaque instant, on ramène à l'or, au moyen du taux du change, toutes les valeurs exprimées en monnaie locale, on peut considérer un pays à monnaie de papier comme un pays à monnaie d'or, et lui appliquer les résultats de la discussion du précédent chapitre.

Si, en prenant le dollar des États-Unis comme type des monnaies d'or, nous désignons par ρ le rapport du cours actuel du dollar à son cours à l'époque de base dans le pays

considéré, et par π l'indice du coût de la vie local ramené à l'or $\left(\pi = \frac{P}{\rho}\right)$, l'identité monétaire abrégée peut s'écrire :

$$(13) \quad \frac{M}{P} = \frac{M}{\pi \rho} = \frac{\left(\frac{M}{\rho}\right)}{\pi} = f(F, G, H, Q.)$$

Sous cette dernière forme, on se rend compte que l'identité monétaire du pays considéré est la même que celle d'un pays à monnaie d'or dont le stock monétaire serait, à chaque instant égal à $\left(\frac{M}{\rho}\right)$, l'indice du coût de la vie égal à π et tous les autres facteurs égaux à ceux du pays considéré.

Mais si cette remarque simplifie grandement l'étude des phénomènes monétaires en cause, celle-ci n'en présente pas moins une difficulté particulière due :

1° A la présence du facteur complexe $\left(\frac{M}{\rho}\right)$, dont les variations sont dues, tantôt à la variation de M , tantôt à celle de ρ , tantôt à la variation simultanée de M et de ρ .

2° A l'extrême variabilité du facteur π (à la différence de ce qui se passe dans les pays à monnaie d'or, où le coût de la vie varie difficilement).

3° Aux modifications anormales que peuvent subir les rapports F , G , H et le volume de la production Q par suite de l'instabilité du pouvoir d'achat de la monnaie.

C'est pourquoi, avant de passer à l'étude des conséquences de la variation des divers facteurs monétaires, nous verrons en quoi ces facteurs se différencient des facteurs des pays à monnaie d'or. Nous examinerons successivement :

- a) Les rapports F, G et H ; I, J et K.
- b) Le volume de la production.
- c) Le stock monétaire.
- d) Le taux du change.
- f) L'indice du coût de la vie ramené à l'or.
- e) Les autres facteurs monétaires.

A. — Les rapports F, G et H ; I, J et K.

Dans les pays à monnaie d'or, si l'on excepte la variation périodique de H, les rapports F, G et H ; I, J et K, sont stables. Les désirs individuels, en ce qui concerne les disponibilités totales ou liquides à conserver par devers soi, ne varient guère que dans deux cas :

1^o Quand le nombre des agences de banque s'accroît, ce qui donne au public une plus grande aisance pour acheter ou pour aliéner des valeurs mobilières, ou encore pour emprunter sur titres. Il en résulte une tendance de F, G et H à diminuer.

D'autre part les dépôts en banque sont facilités et I, J et K ont tendance à décroître.

2^o Quand la richesse respective des différentes catégories de la population se modifie. C'est ainsi que si la population des campagnes s'enrichit, tous les rapports précités croîtront, car le paysan, éloigné des établissements de crédit, conserve de plus fortes disponibilités que le citadin. Ce serait l'inverse si les revenus des citadins s'accroissaient plus vite que ceux des ruraux.

Ces causes agissant lentement, les variations permanentes

des rapports en cause, dans les pays à monnaie d'or, sont lentes.

Au contraire, dans les pays à monnaie de papier, les rapports F, G et H peuvent subir des variations rapides et importantes selon que le public croit à la baisse ou à la hausse du pouvoir d'achat de sa monnaie. S'il croit à la baisse, il diminue ses disponibilités afin de perdre le moins possible ; s'il croit à la hausse, il ramène à leur valeur normale ses disponibilités diminuées.

Les étrangers qui spéculent sur le change du pays joignent leur action à celle du public. Quand ils croient à la hausse ils déposent des fonds dans les banques du pays ; quand ils croient à la baisse, ils les retirent. Ces dépôts s'ajoutent à ceux des capitalistes ou des entrepreneurs et entrent en ligne de compte pour le calcul des rapports G et H.

Quand F, G et H diminuent, cette diminution porte tout d'abord, comme il est naturel, sur les dépôts en banque. L'incommodité qu'il y aurait à se passer de la monnaie usuelle pour les échanges courants est telle que, tant que la perte de pouvoir d'achat de la monnaie n'est pas trop rapide, le public maintient à peu près invariable les rapports I, J et K, ou tout au moins I et K.

Ce n'est que lorsque la baisse du pouvoir d'achat de la monnaie prend une allure catastrophique, que le public abandonne partiellement l'usage de celle-ci, même pour les dépenses courantes, et pratique ce que l'on appelle la « fuite devant la monnaie », en revenant au troc ou en utilisant des monnaies étrangères.

Cependant, même alors, les rapports F, G et H ; I, J et K ne tombent pas au-dessous d'un certain minimum, qui représente encore une fraction appréciable de leur valeur normale.

Pour mettre en évidence la réduction des rapports F, G, H et I, J, K, faute de pouvoir déterminer directement ces facteurs, nous observerons l'effet de leur diminution sur le rapport $\left(\frac{M}{P}\right) = f(F, G, H, Q)$, que nous appellerons le *pouvoir d'achat du stock monétaire*.

La durée des périodes de dépréciation progressive des monnaies de papier étant relativement courtes (quelques années), les facteurs Q, S, L et E demeurent à peu près constants durant ce temps et $\left(\frac{M}{P}\right)$ peut servir d'indice aux variations des rapports en cause.

Tant que I, J et K demeurent à peu près invariables, (F-I), (G-J) et (H-K) diminuent seuls, et ces dernières quantités étant affectées dans l'expression de $\left(\frac{M}{P}\right)$ du coefficient E, qui est une fraction toujours faible de l'unité, $\left(\frac{M}{P}\right)$ ne diminue pas beaucoup.

Mais lorsque I, J et K se mettent eux-mêmes à diminuer, leur action sur l'expression de $\frac{M}{P}$ est beaucoup plus importante, et l'on observe une baisse sérieuse de ce rapport, sans toutefois le voir tomber au-dessous d'un certain minimum.

La détermination de l'ordre de grandeur de ce minimum est extrêmement importante. Nous utiliserons, à cet effet, les données qui résultent de l'expérience allemande de dépréciation monétaire.

Le tableau ci-dessous donne, de 1919 à 1923, la circulation de Reichsmarks et le montant des comptes courants à la Reichsbank. A vrai dire, le stock monétaire comprenait d'autres monnaies : billets de banque des États particuliers, bons des caisses de prêt, Notgeld, dont le montant total avait une valeur inférieure à la circulation de Reichsmarks.

Quoiqu'il en soit, le rapport du stock monétaire partiel considéré ici à l'indice du coût de la vie, qui est figuré à la colonne 6, donne une idée suffisante des variations de $\left(\frac{M}{P}\right)$.

ÉPOQUES	Montant de la cir- culation de Reichs- marks	Comptes- courants de la Reichs- bank	Total	Indice du coût de la vie (1)	Rapport (4) : (5)
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Milliards de Marks	Milliards de Marks	Milliards de Marks		Milliards de Marks
1913.....	»	»	»	1,0	»
Déc. 1919.....	36	17	53	4,3	12,2
Juin 1920	54	23	77	8,4	8,2
Déc. —	69	22	91	9,2	9,9
Juin 1921	75	21	96	11,0	8,7
Déc. —	114	33	147	15,5	9,4
Mars 1922	130	34	164	26	6,3
Juin —	170	37	207	38	5,6
Sept. —	317	110	427	133	3,2
Déc. —	1.280	530	1.810	685	2,6
Mars 1923	5.520	2.372	7.892	2.854	2,8
Juin —	17.280	9.920	27.200	7.650	3,4

En 1913, le stock monétaire allemand pouvait être évalué comme suit ;

Billets de la Reichsbank.....	2.0	Milliards de marks
Comptes courants d°.....	0.7	—
Autres banques d'émission	0.2	—
Numéraire en circulation (approximativement)	4.5	—
Total.....	7.4	

Pour avoir le stock monétaire correspondant au territoire actuel de l'Allemagne, retranchons 1/2 milliard du chiffre précédent, ce qui nous donne : $\left(\frac{M}{P}\right) = 7$ milliards marks.

(1) Indice de la dépense mensuelle d'une famille de cinq personnes. Moyenne pour 47 villes jusqu'en 1920. Moyenne pour 71 villes à partir de 1921.

L'examen de la dernière colonne du tableau nous montre qu'en 1919 la valeur de $\left(\frac{M}{P}\right)$ est très supérieure à sa valeur normale. C'est l'époque de la spéculation à la hausse du mark. Un grand nombre d'étrangers, croyant au retour du mark à sa parité métallique, constituent des stocks de marks papier. D'autre part, la situation politique et même sociale étant incertaine, le public accroît ses disponibilités liquides I, J et K au détriment de ses dépôts en banque. Enfin, P demeure faible par suite de la taxation d'un certain nombre de prix.

En 1920 et 1921, le rapport $\left(\frac{M}{P}\right)$ diminue tout en demeurant encore passablement plus élevé que la normale. Les étrangers déçus, abandonnent leur spéculation à la hausse ; les Allemands, d'autre part, ramènent à la normale les rapports I, J, K. Mais, par suite de la dépréciation du change, l'industrie ayant reçu un coup de fouet, le volume de la production allemande devient anormalement élevé, ce qui, avec la taxation des prix, explique le reliquat de hausse de $\left(\frac{M}{P}\right)$.

Durant le premier semestre de 1922, la production devient moins active, et $\left(\frac{M}{P}\right)$ revient à sa valeur normale (Les chiffres de la colonne (6) sont, en effet, à cette époque, inférieurs de 30 % au moins aux valeurs réelles de $\left(\frac{M}{P}\right)$).

Au deuxième semestre de 1922, on entre dans la phase catastrophique de la dépréciation monétaire. Les chiffres de la colonne (6) se tiennent toutefois à un niveau voisin de 3, ce qui donne pour $\left(\frac{M}{P}\right)$ des valeurs voisines de 4, c'est-à-dire non inférieures à la moitié de la valeur normale.

Durant le second semestre de 1923, les monnaies autres que les Reichsmarks, en particulier les Notgeld, prennent dans la circulation une importance trop considérable pour pouvoir être négligée et, en fin d'année, apparaît une nouvelle monnaie stable, le Rentenmark. C'est pourquoi notre tableau s'arrête en juin 1923.

L'exemple de l'Allemagne, en nous montrant que le rapport $\left(\frac{M}{P}\right)$ ne descend pas au-dessous de la moitié de sa valeur normale, nous permet de conclure que les rapports F, G, H et I, J, K, conservent, malgré la fuite devant la monnaie, une valeur appréciable, qui, pour ces derniers ne paraît pas être inférieure à 70 % (1) de leur valeur normale.

Nous représenterons par la suite par $\left(\frac{M}{P}\right)_n$ et $\left(\frac{M}{P}\right)_m$ les valeurs normale et minima du rapport $\left(\frac{M}{P}\right)$.

B. — Le volume de la production.

Les prix pouvant présenter des variations importantes dans l'un et l'autre sens, la production, dans les pays à monnaie de papier, n'a pas la même allure régulière que dans les pays à monnaie d'or.

Dans les premières années de la dépréciation d'une monnaie de papier, les entreprises étant généralement débitrices,

(1) Cette valeur serait la moitié de la valeur normale si les disponibilités liquides diminuaient dans le même rapport que les disponibilités totales. Mais, en fait, elles diminuent beaucoup moins vite.

s'enrichissent par la force même des choses, puisque, durant le temps qu'elles séjournent dans leurs magasins, les marchandises acquièrent une plus-value, alors que les dettes des entreprises demeurent fixes.

Les entreprises qui n'empruntent pas pour produire ne s'enrichissent pas, la plus-value acquise par les marchandises en magasin étant compensée par l'amoindrissement de la valeur-or du fonds de roulement. Toutefois, comme cette dernière conséquence n'apparaît pas toujours aux entrepreneurs, par suite de la mauvaise présentation ordinaire des bilans établis en monnaie de papier, ils ont l'illusion que leurs profits s'accroissent.

D'autre part, quand la monnaie se déprécie sous l'action du change, la hausse des prix des marchandises de la troisième catégorie est en retard sur le mouvement du change.

Les prix de la deuxième catégorie eux-mêmes ne suivent le mouvement du change qu'avec un certain décalage, surtout quand des taxations de prix et des interdictions de sortie empêchent le jeu de l'offre et de la demande de remplir sa fonction nivelatrice. Il en résulte que le coût de la vie local ramené à l'or est inférieur, parfois sensiblement, au coût de la vie mondial. Les prix de revient locaux sont momentanément inférieurs aux prix de revient mondiaux. Il en résulte pour les exportateurs de marchandises une prime égale à la différence entre le prix-or d'achat dans le pays et le prix-or de vente à l'étranger diminuée des frais divers, prime qui donnera lieu à une augmentation de la demande de produits.

Ces diverses circonstances encourageant la production, et c'est pourquoi les pays à monnaie de papier, pendant les premières années de la dépréciation de leur monnaie offrent le spectacle d'une grande activité industrielle.

Mais tout cet essor est échafaudé sur le fait (qui paraît

absurde au premier abord) que les capitalistes et épargnants prêtent à perte leurs capitaux aux entrepreneurs. Le capitaliste reçoit, en effet, à l'échéance de son prêt supposé annuel, la somme prêtée accrue de 6 à 10 % d'intérêts, mais dépréciée, par rapport à l'or, de 30 %, 50 %, 100 % peut-être, c'est-à-dire une valeur réelle moindre que celle qu'il a prêtée.

Les capitalistes et épargnants mettent en général un certain temps à s'apercevoir de la duperie de leurs opérations de prêt. Quand ils finissent par comprendre, ils cessent de prêter dans la monnaie qui se déprécie, au moins à long terme, et l'industrie, privée de crédit au moment où le besoin se fait sentir pour elle d'accroître ses capitaux et fonds de roulement, périclité ; le volume de la production diminue.

Quand une monnaie s'apprécie, ce qui est rare, les entreprises éprouvent des moins-values sur leurs marchandises en magasin. Si elles ne sont pas débitrices, cette perte apparente est compensée par l'augmentation de valeur réelle de leurs fonds de roulement. Si elles sont débitrices, elles sont exposées à de graves difficultés, à la faillite même. Une crise plus ou moins sérieuse prend naissance et la production se restreint. Quand les prix cessent de baisser, la production pourrait reprendre normalement si la résistance des salaires à la baisse ne venait pas entraver cette reprise, par suite des prix de revient élevés qui en résultent.

Enfin, même quand une monnaie de papier a un pouvoir d'achat à peu près stable (mais non stabilisé), un élément du prix de revient, le taux de l'intérêt, demeure toujours élevé par suite des risques de dépréciation courus. Le pays à monnaie de papier reste ainsi placé dans une situation défavorable vis-à-vis des pays à monnaie d'or.

En résumé, si l'on fait abstraction de l'essor économique

qui accompagne les premiers temps de la dépréciation d'une monnaie et qui a souvent fait illusion sur la vertu du papier-monnaie, les pays à monnaie de papier produisent dans de plus mauvaises conditions (sans crédit ou à prix de revient élevé) que les pays à monnaie d'or. Le volume de la production tend donc à y être moindre, au bout d'un temps suffisamment long.

C. — Le stock monétaire.

Le stock monétaire des pays à monnaie d'or n'est pas constitué exclusivement par du métal. Deux éléments fiduciaires y entrent ; le montant des billets de banque et le montant des dépôts dans les banques d'émission. En théorie, le montant du stock monétaire devrait donc pouvoir être modifié en dehors de toute entrée ou sortie de numéraire. Quand les disponibilités du public sont trop abondantes, une diminution du nombre des effets de commerce présentés à l'escompte suffirait à les réduire. Si elles sont trop faibles, au contraire, un accroissement de l'escompte permettrait de les porter au niveau désiré.

Mais, en pratique, les banques d'émission, en liant le montant de leur émission fiduciaire à celui de leur encaisse métallique, ne permettent pas au public de modifier d'une façon sensible le stock monétaire, autrement qu'en exportant ou en important du métal-or.

Au contraire, dans un pays à monnaie de papier, le montant du stock monétaire est variable et se modifie à la volonté du gouvernement ou du public. L'un et l'autre peuvent provoquer

une inflation ou une déflation qui seront dites selon le cas, d'État ou commerciales.

L'action du Gouvernement se fera généralement sentir dans le sens d'une inflation plutôt que dans celui d'une déflation, car il a souvent à faire face à des déficits budgétaires et rarement à employer des excédents.

Mais l'inflation ou la déflation d'État, que l'on pourrait croire commandées par le seul Gouvernement, le sont également par le public, d'une manière indirecte, dans la plupart des pays.

En voici la raison : l'établissement d'un régime de papier-monnaie dans un pays auparavant doté de l'étalon d'or, survient à la suite de graves événements tels que guerre étrangère ou civile, révolution, désastre industriel ou agricole, événements qui entraînent soit des dépenses extraordinaires, soit une suite de déficits budgétaires.

Pour faire face à cet excès de dépenses, l'État émet du papier-monnaie auquel il donne le cours forcé, mais pour tempérer la perte au change qui doit résulter de cette émission et la hausse des prix consécutive, il s'efforce en même temps de retirer de la circulation le plus grand nombre de billets possible en offrant au public, selon sa guise, des emprunts consolidés, des emprunts à court terme ou des emprunts flottants (bons du Trésor). L'existence de ces derniers, dont le montant est généralement élevé, donne au public la possibilité de faire modifier par l'État le montant du stock monétaire, selon qu'il diminue ou augmente sa souscription aux bons du Trésor.

L'action du public se fait sentir dans le sens d'une inflation (diminution de souscription aux bons du Trésor) quand il perd confiance dans sa monnaie. Elle se fait sentir dans le

sens d'une déflation quand il a ou reprend confiance dans sa monnaie.

Enfin, l'État ne met généralement aucun obstacle à ce que les demandes du commerce viennent augmenter le montant des billets ou celui des comptes courants dans les banques d'émission. L'inflation commerciale est libre, et la Tchéco-Slovaquie a fait, en 1919 et 1920, l'expérience des conséquences fâcheuses d'une telle liberté.

D. — Le taux du change.

Pour simplifier les explications qui vont suivre, nous supposerons que tout le commerce extérieur du pays se règle en monnaie locale et en dollars des États-Unis. Par suite de l'arbitrage, en effet, toutes les créances ou dettes libellées en monnaies tierces peuvent, sans modification appréciable de leur valeur, être transformées en dollars avant d'être présentées à la compensation.

De même, grâce à l'arbitrage pratiqué entre les places américaines et celles du pays considéré, on peut admettre que ces deux groupes de places constituent un seul marché des changes où le taux du change à chaque instant est unique.

Pour la commodité du langage, nous supposerons que le pays à monnaie de papier dont nous étudions le change est la France.

Le taux du dollar à Paris résulte, à chaque instant, de l'équilibre de la *balance des comptes* de la France, c'est-à-dire de l'équivalence des créances et des dettes des habitants

de la France vis-à-vis des habitants des pays étrangers.

Si, au dernier cours pratiqué pour le dollar, la compensation des nouvelles créances et des nouvelles dettes présentées ne se fait pas, et si l'on est en présence d'un excédent de créances, le cours du dollar fléchira. Par suite de ce fléchissement, certaines créances seront retirées du marché et certaines dettes nouvelles y seront présentées. Le cours se fixera lorsque l'équivalence des créances et des dettes sera réalisée. C'est le contraire qui se produirait si les dettes excédaient les créances.

Dans les pays à monnaie d'or, le cours du dollar ne peut dépasser le point de sortie de l'or et ne peut descendre au-dessous du point d'entrée de l'or.

Quand il atteint ces limites, c'est par le moyen d'une exportation ou d'une importation de métal que la compensation s'effectue.

Il est d'ailleurs rare que le cours du dollar atteigne l'un ou l'autre point d'or. D'une manière générale, en effet, les créances et les dettes annuelles d'un pays vis-à-vis de l'étranger s'équilibrent à peu près, malgré les variations saisonnières parfois importantes de la balance commerciale. Les banques qui achètent et vendent des traites sur l'étranger, savent qu'à un excédent actuel de créances correspondra dans quelque temps un excédent de dettes. Dès qu'elles voient le dollar perdre une fraction de sa valeur, elles s'approvisionnent donc pour les semaines futures à un cours qu'elles estiment avantageux et leur action a pour effet de modérer la baisse du dollar. Cet approvisionnement de traites sur l'étranger n'est d'ailleurs autre chose qu'un octroi de crédits temporaires fait par les banques locales aux banques étrangères.

Si le dollar continue à baisser alors que les banques locales

jugent leur provision de change suffisante, le cours peut atteindre le point d'entrée de l'or, et le mouvement de numéraire se produit.

L'opération aurait été inverse si le cours du dollar avait crû.

C'est par le mécanisme des crédits temporaires octroyés par les banques des divers pays, que se réalise le plus souvent l'équilibre des balances des comptes instantanées.

Il peut encore se réaliser par l'arbitrage des valeurs mobilières dites internationales. Si le cours du dollar baisse sans que la cote de tous les titres internationaux baisse d'une manière identique, les vendeurs étrangers de ces titres peuvent avoir avantage à les écouler sur le marché du pays considéré. Il s'ensuit un supplément des dettes pour le pays qui tend à modérer la baisse du dollar.

Dans un pays à monnaie de papier, il n'y a plus de limite supérieure au cours du dollar (1). Par suite de la variabilité importante qui s'ensuit pour celui-ci, l'aide apportée à la compensation par les banques qui, dans les pays à monnaie d'or n'était qu'une sage précaution, devient ici une véritable spéculation à laquelle les banques ne se livrent qu'avec une extrême prudence. Si les écarts de cours du dollar deviennent sensibles, ce sont les spéculateurs et non plus les banques qui fournissent les crédits temporaires nécessaires à l'équilibre des balances des comptes instantanées.

Comme dans les pays à monnaie d'or et d'une manière plus intensive, à moins que des règlements locaux s'y opposent, l'arbitrage des valeurs internationales constitue un autre moyen de compensation des créances et des dettes.

(1) Il y a généralement une limite inférieure, l'or demeurant théoriquement monnaie légale, et la frappe étant libre.

Les balances des comptes instantanées étant ainsi équilibrées, si l'on totalise séparément pour l'ensemble d'une période les débits et les crédits de toutes ces balances, en supprimant de part et d'autre les crédits temporaires qui se compensent, l'on obtient la *balance des comptes de la période*. Le taux du dollar pour lequel elles s'équilibrent s'appelle le *taux moyen* de la période.

La période pendant laquelle la balance des comptes doit normalement s'équilibrer sans crédits temporaires est l'année, par suite de l'annualité des récoltes qui domine les échanges réciproques des pays industriels et des pays agricoles.

De quoi dépend l'équilibre de la balance des comptes annuelle ?

D'une seule cause immédiate; l'importance relative des disponibilités du public, autrement dit la valeur des rapports F, G et H, dans le cours de la période. Si le public veut réduire ceux-ci, il achète plus qu'il ne vend à l'étranger. S'il veut les accroître, il vend plus à l'étranger qu'il ne lui achète. Si les rapports sont ajustés à ses désirs, il proportionne ses achats à ses ventes.

Nous avons vu d'une manière détaillée, dans le précédent chapitre, par quel mécanisme la modification des rapports F, G et H entraînait le déséquilibre de la balance des comptes dans les pays à monnaie d'or.

Le mécanisme est identique dans les pays à monnaie de papier. Seulement, ici, le déséquilibre de la balance des comptes ne peut se compenser par un mouvement de numéraire. Il se compense par une variation du taux du change, d'où résulte une variation du coût de la vie et par suite une modification des revenus, capital et chiffre d'affaires nationaux, laquelle enfin déplace les rapports F, G et H dans le sens désiré par le public.

Ce n'est plus le montant des disponibilités qui s'ajuste aux prix locaux, ce sont les prix locaux qui s'ajustent au montant des disponibilités.

Cette conclusion fait ressortir l'infériorité des pays à monnaie de papier vis à vis des pays à monnaie d'or relativement au commerce extérieur. La stabilité des prix étant une fin éminemment souhaitable pour la société, un système-monnaire tel que l'équilibre de la balance des comptes ne puisse y être assuré que par l'incessante variation des prix locaux, apparaît particulièrement absurde et démoralisant.

Une remarque importante vient ajouter encore à ce caractère. Supposons que la situation monétaire en France soit telle que, pour l'ensemble d'une période annuelle, les valeurs moyennes de F, G et H soient égales aux valeurs de ces rapports au début de la période.

Dans un pays à monnaie d'or, une telle situation entraînerait l'équilibre de la balance des comptes annuelle et celle-ci ne donnerait pas lieu à mouvement de numéraire, ou plutôt donnerait lieu à des mouvements de numéraire égaux et de sens contraires.

Dans un pays à monnaie de papier, il semble au premier abord que la même situation devrait entraîner le même résultat, c'est-à-dire :

— l'équilibre de la balance des comptes annuelle pour un cours moyen du dollar égal au cours du début de la période.

— l'égalité des cours du dollar au début et à la fin de la période.

Mais, pour qu'il en soit ainsi, il faudrait que, pour l'ensemble de la période, il y ait équivalence des variations à la hausse et des variations à la baisse du dollar. Il faudrait que les

offres ou demandes de francs, par lesquelles les spéculateurs assurent l'équilibre des balances des comptes instantanées, soient faites dans les mêmes conditions, c'est-à-dire que si, par exemple, une hausse de 0 fr. 01 du cours du dollar entraînait en moyenne un surcroît de demande de 10 millions de francs, une baisse du dollar de 0 fr. 01 devrait entraîner en moyenne un surcroît d'offre de 10 millions de francs également.

Cela supposerait chez l'ensemble des spéculateurs un parfait équilibre d'opinions sur les chances de baisse ou de hausse du dollar. Cet équilibre d'opinions est extrêmement improbable. A chaque instant, il y a, pour un certain niveau des cours, une majorité de spéculateurs pour ou contre le dollar. Nous désignerons leur opinion prédominante sous le nom de *tendance du marché*.

Pour mettre en évidence l'action de la tendance, nous prendrons un exemple numérique, portant sur une période hebdomadaire dont la balance des comptes pourrait être équilibrée pour le cours initial du dollar. Nous admettrons, pour simplifier, qu'il n'y a qu'une cotation du change par jour, autrement dit que les balances des comptes instantanées sont des balances quotidiennes. Celles-ci sont composées comme suit :

DÉBIT	CRÉDIT
X dollars	X' dollars
Y francs	Y' francs

c'est-à-dire :

DÉBIT	CRÉDIT
(X — X') dollars	(Y' — Y) francs

La balance des comptes de la période envisagée aura une forme analogue.

JOURS	DÉBIT	CRÉDIT
	Millions \$	Millions Fr.
1	8	260
2	10	290
3	22	110
4	6	80
5	10	180
6	4	280
Ensemble	60	1.200

Cette balance serait équilibrée pour un cours du dollar égal à 20 francs, que nous supposerons avoir été le cours pratiqué le dernier jour de la semaine précédente.

Nous admettrons que la tendance, à ce niveau du change, est favorable au dollar, et nous en caractériserons le jeu de la manière suivante :

Nous supposerons que, les jours où la compensation des créances et des dettes ne s'effectue par avec le cours pratiqué la veille, toute baisse du dollar de 0 fr. 01 détermine un surcroît d'offre de 10 millions de francs, tandis qu'une hausse de 0 fr. 01 ne détermine qu'un surcroît de demande de 5 millions de francs.

Nous admettrons enfin que l'arbitrage des valeurs internationales ne joue pas et que l'équilibre quotidien de la balance des comptes est assuré par les seuls crédits de spéculation, dont la liquidation sera censée s'effectuer le dernier jour de la période.

Ceci posé, examinons comment s'établira l'équilibre des balances des comptes quotidiennes. Les lettres C et D désigneront respectivement le montant des créances et le montant des dettes présentées à la compensation à l'ouverture de la séance.

1^{er} JOUR. — Le cours initial du dollar est de 20 francs. Sur cette base, les dettes du jour s'élèveraient à 8 millions \$ $\times$ 20 francs = 160 millions francs. D'autre part, les créances du jour sont de 260 millions de francs. Celles-ci étant en excédent, le dollar baissera. Si nous désignons par e_1 cette baisse, elle nous sera donnée, d'après l'hypothèse que nous avons faite sur le jeu de la tendance, par la relation :

$$e_1 = \frac{C - D}{10 \text{ millions}} \times 0 \text{ fr. } 01 = \frac{260 - 8(20 - e_1)}{1.000} = \frac{100 + 8 e_1}{1.000}$$

d'où $e_1 = 0 \text{ fr. } 10$.

Le cours du jour du dollar sera de 20 francs — 0 fr. 10 = 19 fr. 90, et l'équilibre sera assuré comme suit :

Dettes : 8 millions \$ $\times$ 19 fr. 90 =	159 millions de francs
Offre complémentaire	101 —
Créances	260 —

2^e JOUR. — Le cours initial est 19 fr. 90. Sur cette base, les dettes du jour s'élèveraient à 10 millions \$ $\times$ 19 fr. 90 = 199 millions francs. Les créances du jour étant de 290 millions francs, le dollar enregistrera une nouvelle baisse de

$$e_2 = \frac{C - D}{10 \text{ millions}} \times 0 \text{ fr. } 01$$

$$e_2 = \frac{91 + 10 e_2}{1,000}; \text{ d'où : } e_2 = 0 \text{ fr. } 09$$

Le cours du jour du dollar sera de 19 fr. 90 — 0 fr. 09 = 19 fr. 81.

L'équilibre de la balance sera le suivant :

Dettes : 10 millions \$	× 19 fr. 80	=	198 millions de francs
Offre complémentaire.....	92	—	
Créances.....	290	—	

3^e JOUR. — Le cours initial du dollar est de 19 fr. 81, sur cette base les dettes du jour s'élèveraient à 22 millions \$ × 19 fr. 81 = 436 millions de francs. Les créances n'étant que de 110 millions, on est en présence d'un excédent de dettes, d'où résultera une hausse du dollar e_3 qui, d'après notre hypothèse sur le jeu de la tendance nous est donnée par :

$$e_3 = \frac{D - C}{5 \text{ millions}} \times 0 \text{ fr. } 01 = \frac{326 + 22 e_3}{500}, \text{ d'où : } e_3 = 0 \text{ fr. } 68$$

Le cours du dollar sera de : 19 fr. 81 + 0 fr. 68 = 20 fr. 49.

La balance s'équilibre ainsi :

Dettes : 22 millions \$	× 20 fr. 49	=	451 millions de francs
Créances.....	110	—	
Demande complémentaire	341	—	

4^e JOUR. — Le cours initial du dollar est de 20 fr. 49. Sur cette base, les dettes s'élèveraient à 6 millions \$ × 20 fr. 49 = 123 millions francs, tandis que les créances ne sont que

de 80 millions francs. Le dollar haussera donc à nouveau de e_4 , tel que :

$$e_4 = \frac{D - C}{5 \text{ millions}} \times 0 \text{ fr. } 01 = \frac{43 + 6e_4}{500}, \text{ d'où : } e_4 = 0 \text{ fr. } 09$$

Le cours du dollar sera, ce jour, de $20 \text{ fr. } 49 + 0 \text{ fr. } 09 = 20 \text{ fr. } 58$.

L'équilibre de la balance est le suivant :

Dettes : 6 millions $\times 20 \text{ fr. } 58$	=	123 millions de francs
Créances.....	80	—
Demande complémentaire	43	—

5^e JOUR. — Le cours initial du dollar est de 20 fr. 58. Sur cette base, les dettes s'élèvent à 10 millions \$ $\times 20 \text{ fr. } 58 = 206$ millions francs, et les créances à 180 millions francs. Le dollar haussera à nouveau de e_5 tel que :

$$e_5 = \frac{D - C}{5 \text{ millions}} \times 0 \text{ fr. } 01 = \frac{26 + 10 e_5}{500}, \text{ d'où : } e_5 = 0 \text{ fr. } 05$$

Le cours du jour sera de $20 \text{ fr. } 58 + 0 \text{ fr. } 05 = 20 \text{ fr. } 63$ et l'équilibre sera le suivant :

Dettes : 10 millions $\times 20 \text{ fr. } 63$	=	206 millions de francs
Créances.....	180	—
Demande complémentaire.....	26	—

6^e JOUR. — Le cours initial du dollar est de 20 fr. 63. Sur cette base, les dettes s'élèvent à 4 millions \$ $\times 20 \text{ fr. } 63 = 83$ millions francs, auxquelles il faut ajouter le montant des demandes complémentaires : $83 + 341 + 43 + 26 = 493$ millions de francs.

Les créances du jour s'élèvent à 280 millions de francs, auxquelles il faut ajouter le montant des offres complémentaires, ce qui donne un total de : $280 + 101 + 92 = 473$ millions de francs.

L'excédent des dettes est de 20 millions de francs. Le dollar haussera encore de :

$$e_6 = \frac{D - C}{5 \text{ millions}} \times 0 \text{ fr. } 01 = \frac{20 + 4 e_6}{500}; \text{ d'où } e_6 = 0 \text{ fr. } 04$$

Le cours terminal de la période sera de $20 \text{ fr. } 63 + 0 \text{ fr. } 04 = 20 \text{ fr. } 67$.

L'équilibre de la balance du dernier jour sera :

Dettes : 4 millions $\times$ 20 fr. 67 +	
(341 + 43 + 26).....	= 493 millions de francs
Créances : $280 + 101 + 92$	= 473 —
Demande complémentaire.....	20

Le cours moyen de la période est :

$$\frac{1.200 + 20}{60} = 20 \text{ fr. } 33$$

L'action de la tendance a donc pour résultat :

1° de déséquilibrer une balance des comptes périodique qui serait normalement équilibrée pour le taux du change du début de la période.

2° de rendre différent du taux initial le taux final d'une telle période.

De l'existence de la tendance du marché, il résulte que le

taux du change est susceptible d'avoir des variations propres, des variations indépendantes de celles des autres facteurs monétaires.

Si ces facteurs monétaires n'étaient pas sujets à modifications permanentes, les variations propres du change demeurerait sans effet durable et le change reprendrait la valeur résultant d'une identité monétaire normale où il serait seul effet et tous les autres facteurs seraient causes, mais il n'en est pratiquement pas ainsi, comme nous avons déjà pu le remarquer lors de l'examen des autres facteurs monétaires. En fait, la variation propre du change paraît jouer souvent le rôle primordial dans la variation de certains facteurs tels que le stock monétaire et les rapports F, G et H.

Quant à la tendance, dans les premiers temps qui ont suivi la guerre, elle a été surtout le résultat du hasard et des notions économiques simplistes du public. D'une manière générale, celui-ci a cru, sans faire entrer en considération les dettes publiques nouvelles, que les grands pays verraient avant longtemps leur monnaie revenir à sa parité métallique, tandis que les petits pays avaient bien des chances de faire faillite. C'est pourquoi la tendance fut d'abord favorable aux monnaies française et allemande alors qu'elle se montrait contraire à celles des nouveaux États nés du démembrement de l'Autriche-Hongrie.

Peu à peu l'observation des phénomènes monétaires dans les pays de l'Europe Centrale, dont la monnaie s'effondrait, permit d'édifier une doctrine cambiste. La tendance résultant du hasard fit place à une tendance provoquée par les spéculateurs internationaux sur le change.

Par une action opportune de leurs capitaux, susceptible de commander la tendance pendant un certain temps, ces

cambistes s'efforcèrent d'entraîner dans leur sillage la masse des spéculateurs, et du public lui-même. L'impulsion transmise, les cambistes étaient assurés de pouvoir liquider leur position dans des conditions extrêmement avantageuses. Si, en effet, une réaction devait se produire, ils en étaient les premiers informés, liquidaient aussitôt leur position et c'est la masse qui supportait les pertes causées par la réaction.

Le raisonnement ou l'expérience leur permit de se rendre compte que, quand l'action de la tendance se produisait dans le sens d'un relèvement des monnaies locales, elle se heurtait bientôt à la réaction des autres facteurs monétaires, tandis que lorsqu'elle se manifestait dans le sens d'une dépréciation de ces monnaies, elle rencontrait peu d'obstacles. C'est pourquoi les tendances provoquées par les cambistes internationaux tendirent systématiquement à la baisse des monnaies de papier, et en provoquèrent parfois l'effondrement.

Les présentes considérations sur la tendance du marché permettent de voir combien peu naturelles sont les indications du « baromètre du change » tant vanté par certains économistes. En réalité, ce « baromètre », au lieu de communiquer avec l'atmosphère, se trouve placé dans un lieu clos où la spéculation fait varier à son gré la pression.

Quant aux spéculateurs, on a vu que le mode d'équilibre de la balance des comptes des pays à monnaie de papier ne permettait pas de s'en passer. Il y a même intérêt, pour mieux assurer l'amortissement des variations momentanées du change, à ce que leur nombre soit le plus élevé possible. Au lieu de les vouer à l'opprobre, nous regretterons seulement que les gouvernements s'estiment incapables d'assurer l'équilibre quotidien de la balance des comptes de leur pays sans avoir recours à leur intermédiaire.

E. — Indice du coût de la vie local ramené à l'or.

Comme le coût de la vie des pays à monnaie d'or, le coût de la vie des pays à monnaie de papier est, compte tenu du taux du change, dans la dépendance du niveau des prix mondiaux.

L'exposé fait au début du précédent chapitre pourrait être entièrement repris ici, à condition de parler, non plus de prix locaux, mais de prix locaux ramenés à l'or.

L'indice du coût de la vie local ramené à l'or, $\pi = \frac{P}{p}$, a donc toujours tendance à égaler l'indice du coût de la vie mondial p , et cette tendance détermine la variation propre de π , laquelle est presque toujours orientée à la hausse.

Dans certains pays, cette variation peut être assez lente, soit parce que le commerce extérieur y est réduit, soit parce que le gouvernement taxe les prix de certaines marchandises et fait obstacle à l'exportation de certaines autres. Le mouvement de π ne s'en poursuit pas moins, mais il gagne en lenteur. Dans les branches ainsi défavorisées de la production, l'accroissement général de la demande, quand il se produit, ne peut plus faire hausser les prix. Il faut que les entreprises désertent ces branches de la production et que les produits s'y raréfient pour que le gouvernement relève les prix de ces derniers.

D'autre part, π est sujet à d'autres variations beaucoup plus brusques, consécutives à celles du change. Quand le taux du change varie rapidement, l'indice du coût de la vie en monnaie locale suit avec un retard sensible. π a donc des variations inverses de celles du change et presque aussi rapides que ces dernières. En général, l'effet de ces variations brusques est d'éloigner π du point vers lequel il tend.

Par contre, quand le change devient stable, et que les échanges ne sont soumis à aucune restriction, il semble qu'il ne faille guère plus d'un an ou deux pour que π atteigne sa valeur normale p . Ce résultat est d'ailleurs facilité lorsque la stabilité du cours du dollar survient à la suite d'un mouvement de baisse de celui-ci.

Conséquences des variations des facteurs monétaires

Connaissant les variations propres à chacun des facteurs monétaires, nous pouvons maintenant revenir utilement à notre identité monétaire :

$$(13) \quad \frac{M}{P} = \frac{M}{\pi p} = f(F, G, H, Q).$$

et étudier quelles sont ses transformations successives quand l'équilibre monétaire initial est rompu par la modification de l'un des facteurs. Ces modifications se ramènent toutes à deux cas ;

1° L'un quelconque des facteurs décroît, ou M croît.

2° L'un quelconque des facteurs croît, ou M décroît.

PREMIER CAS. — *L'un quelconque des facteurs décroît, ou M croît.* — En ce cas, les rapports F , G et H s'accroissent tout d'abord. Le public, pour se débarrasser de son excédent de disponibilités, peut le placer ou accroître momentanément sa consommation.

S'il place une partie de l'excédent en souscrivant des bons du Trésor, il diminue d'autant le stock monétaire. Mais il y a peu de chance pour qu'il emploie ainsi une grande part

de son excédent de disponibilités. La partie non employée de la sorte, qu'elle soit consacrée à des achats de capitaux ou de marchandises, aura pour conséquence un accroissement de la demande des marchandises des trois catégories (1).

L'accroissement de demande des marchandises de la troisième catégorie provoque la hausse de leurs prix.

L'accroissement de demande des marchandises des deux premières catégories rend la balance des comptes déficitaire, et fait hausser le change, et par suite les prix locaux des marchandises en cause.

Sous cette double influence, le coût de la vie local P haussera jusqu'à ce que les rapports F , G et H soient revenus à leur valeur normale, et un nouvel équilibre s'établira pour une valeur de M très peu diminuée et une valeur de P sensiblement accrue.

Si l'accroissement du coût de la vie est obtenu par une hausse proportionnelle du dollar, π demeurera le même qu'au-paravant.

Si la hausse du dollar est supérieure à celle du coût de la vie, ce qui est généralement le cas, π aura diminué, et tendra à revenir à sa valeur initiale par une lente variation.

Si la hausse du dollar est moindre que celle du coût de la vie, ce qui est le cas quand le cours du dollar est à peu près stable, π aura augmenté, ce qui le rapproche en général de sa valeur définitive p .

Nous donnerons les identités successives dans le cas où le facteur monétaire variant est le stock monétaire (phénomène de l'inflation).

En supposant que M croisse de 10 %, et que le montant

(1) Signalons que les capitaux étrangers doivent être compris parmi les marchandises de la première catégorie.

des souscriptions nouvelles de bons du Trésor s'élève à 1 % de la valeur initiale de M, nous aurons ;

au temps (0) :

$$\frac{M_0}{P_0} = \frac{M_0}{\pi_0 \rho_0} = f(F_0, G_0, H_0, Q_0).$$

au temps (1) :

$$\frac{M_1}{P_0} = \frac{M_0}{\pi_0 \rho_0} = f(F_1, G_1, H_1, Q_0), \text{ où : } \frac{M_1}{M_0} = \frac{F_1}{F_0} = \frac{G_1}{G_0} = \frac{H_1}{H_0} = \frac{110}{100}.$$

au temps (2) :

$$\frac{M_2}{P_2} = \frac{M_2}{\pi_2 \rho_2} = f(F_0, G_0, H_0, Q_0) = \frac{M_0}{P_0},$$

$$\text{où : } \frac{P_2}{P_0} = \frac{109}{100} \text{ et } \frac{M_2}{M_1} = \frac{109}{110} = \frac{99}{100}$$

DEUXIÈME CAS. — *L'un quelconque des facteurs croît ou M décroît.* — En ce cas, les rapports F, Q et H tombent au-dessous de leur valeur normale. Pour les y ramener en augmentant ses disponibilités, un moyen s'offre immédiatement au public ; ne pas renouveler sa souscription aux bons du Trésor dont il est détenteur. Quant à la partie du public qui ne possède pas ce moyen, elle augmentera ses disponibilités en diminuant momentanément sa demande ou en aliénant des capitaux.

L'accroissement du stock monétaire, dans le présent cas, sera beaucoup plus important que sa réduction ne l'est dans le cas précédent. Quant à la restriction complémentaire de la demande, elle fera baisser les prix de la troisième catégorie de marchandises. En même temps, elle diminuera les importations, augmentera les exportations ; elle rendra favo-

nable la balance des comptes ; le taux du change baissera et, avec lui, le prix des marchandises des deux premières catégories. Sous cette double influence, le coût de la vie baissera jusqu'à ce que l'on ait un nouvel équilibre monétaire pour une valeur de M sensiblement accrue et des valeurs de P et de ρ relativement peu diminuées.

Si la baisse du coût de la vie est proportionnelle à celle du taux du change, π conserve son ancienne valeur.

Si la baisse de P est moindre que celle de ρ , π croît et se rapproche généralement ainsi de sa valeur normale p .

Si la baisse de P excède celle de ρ (cas d'un change stable), π décroît et s'éloigne le plus souvent ainsi de p , vers lequel il n'en continuera pas moins de tendre lentement par la suite.

Prenons comme exemple le cas où le facteur variant est l'indice du coût de la vie P , sous l'influence de la variation du taux du change (cas d'une tendance défavorable au pays).

Supposons que P croisse de 10 % et que l'inflation d'Etat, consécutive à la diminution des souscriptions aux bons du Trésor, s'élève à 7 % de M .

Les identités monétaires successives seront les suivantes ;

Au temps (0) :

$$\frac{M_0}{P_0} = \frac{M_0}{\pi_0 \rho_0} = f(F_0, G_0, H_0, Q_0).$$

Au temps (1) :

$$\frac{M_0}{P_1} = \frac{M_0}{\pi_1 \rho_1} = f(F_1, G_1, H_1, Q_1), \quad \text{où} \quad \frac{P_1}{P_0} = \frac{F_0}{F_1} = \frac{G_0}{G_1} = \frac{H_0}{H_1} = \frac{110}{100}.$$

Au temps (2) :

$$\frac{M_2}{P_2} = \frac{M_2}{\pi_2 \rho_2} = f(F_0, G_0, H_0, Q_0) = \frac{M_0}{P_0}, \quad \text{où} \quad \frac{M_2}{M_0} = \frac{107}{100} \quad \text{et} \quad \frac{P_2}{P_0} = \frac{107}{110} = \frac{97}{100}.$$

Dans le monde pris dans son ensemble, la variation durable des facteurs monétaires a pour effet de modifier le coût de la vie. Dans les pays à monnaie d'or, c'est le montant du stock monétaire qui se trouve modifié en pareil cas. *Dans les pays à monnaie de papier, ces variations ont généralement pour effet de modifier à la fois le stock monétaire et le coût de la vie.*

L'importance relative de l'effet sur le stock monétaire et de l'effet sur le coût de la vie n'est d'ailleurs pas arbitraire. La discussion précédente nous a permis de voir que, *de ces deux effets, toujours de sens contraires, c'est celui qui est orienté à la hausse qui l'emporte sur l'autre.*

Telle est la raison pour laquelle les monnaies de papier ont de grandes chances d'évoluer vers la dépréciation illimitée.

Pour les en empêcher, le meilleur moyen, pour un gouvernement, est de tenir la main à ce que le montant du stock monétaire ne s'accroisse pas au-delà des besoins normaux du public, aussi bien par l'inflation privée que par l'inflation d'État. En ce cas, les variations du deuxième groupe ne pouvant plus agir sur M, c'est P, et par suite ρ au bout d'un temps plus ou moins long, qui en subissent les effets.

Si donc le stock monétaire est attentivement surveillé, et si les circonstances sont favorables, le coût de la vie et le taux du change pourront progressivement s'abaisser jusqu'à revenir à leur valeur normale. C'est ce qui s'est produit pour les États-Unis après la guerre de Sécession ; pour l'Angleterre après les guerres napoléoniennes et la dernière guerre ; pour l'Espagne après la guerre hispano-américaine.

Mais une telle éventualité n'est pas souhaitable, pas plus que celle de la baisse de la monnaie. Ce qu'il faut aux sociétés, c'est une monnaie stable. La dépréciation monétaire ruine l'épargnant et détruit rapidement cette pièce maîtresse de

l'économie moderne — le crédit. L'appréciation monétaire est néfaste pour les entrepreneurs qu'elle met dans les plus grandes difficultés pour faire honneur à leurs engagements. Elle détruit cet autre rouage essentiel de l'économie moderne — l'esprit d'entreprise. Seule, la stabilité relative du pouvoir d'achat de la monnaie, que l'usage de la monnaie d'or assure mieux que toute autre monnaie jusqu'ici utilisée, permet aux deux forces ci-dessus de travailler conjointement pour le progrès de la richesse humaine.

C'est le moyen d'assurer cette stabilité monétaire, même dans les pays les plus défavorisés, que nous allons étudier maintenant.

CHAPITRE V

MODE DE RÉALISATION DE LA STABILISATION MONÉTAIRE

Un gouvernement désireux de stabiliser le pouvoir d'achat de sa monnaie peut se proposer l'un des deux buts suivants :

1° Rendre invariable le pouvoir d'achat de la monnaie $\left(\frac{1}{P}\right)$.

2° Rendre invariable le change de la monnaie par rapport à celle des pays à monnaie d'or (ρ).

Nous avons vu, au début de cette étude, que, dans le temps, le pouvoir d'achat des monnaies d'or était loin de demeurer invariable. Eu égard aux variations du pouvoir d'achat des monnaies de papier, les variations du premier sont peu de chose; elles ne sont point négligeables toutefois, et l'on peut se demander si le but, le plus souhaitable, de stabiliser d'une manière absolue la monnaie, n'est point aussi facile à atteindre que celui de stabiliser cette monnaie par rapport à l'or.

I. Pour maintenir fixe l'indice du coût de la vie local P (dont la valeur normale est $p\rho$), lorsque l'indice du coût de la vie mondial p varie, il est nécessaire de faire subir au taux du change ρ une variation inverse. Pour cela, comme nous l'avons vu au chapitre précédent, le procédé le meilleur consiste à agir sur le taux de change lui-même. Le pays aura un change soustrait aux incertitudes du marché; il pratiquera le « gold exchange system », mais le taux

de conversion de sa monnaie en or pourra être modifié par le gouvernement, à la demande des variations de p . L'on aura $\rho = \frac{P}{p}$, ou P sera fixe et p susceptible de variations lentes.

A vrai dire, même si l'on faisait varier ρ de la sorte, le coût de la vie local ne demeurerait pas absolument constant.

Il ne le serait que si, dans le processus des variations périodiques du coût de la vie, que nous avons étudié au chapitre II, l'essor ou la dépression dans le pays considéré étaient exactement égaux à l'essor ou à la dépression mondiale. Mais il n'en est généralement pas ainsi. Certains pays sont en avance, d'autres en retard sur le mouvement périodique mondial du coût de la vie. Il en résultera certaines oscillations de petite amplitude de P autour de sa valeur moyenne. Ces petites oscillations sont d'ailleurs indifférentes au problème qui nous occupe et ce n'est plus stabiliser la monnaie que d'y porter remède.

Quoiqu'il en soit, la modification éventuelle du taux de conversion de la monnaie présenterait les inconvénients suivants :

a) La venue temporaire de crédits étrangers que provoque dans un pays la hausse du taux de l'escompte, risquerait de ne plus se produire si les étrangers avaient la crainte de voir baisser le taux de conversion.

b) La modification du taux de conversion devant résulter de la variation du coût de la vie mondial, et cette dernière devant être calculée à l'aide des publications statistiques des différents pays, des économistes avertis pourraient faire un calcul analogue, et prévoir le sens de la modification prochaine du taux de conversion. Il pourrait en résulter une impor-

tante spéculation à court terme où s'engagerait peut-être une partie des disponibilités du public : celles-ci quittant momentanément le pays si l'on prévoyait une hausse du taux de conversion ; les capitaux étrangers affluant, au contraire, si l'on prévoyait une baisse.

Une telle éventualité serait dangereuse pour la Caisse de conversion. Il serait d'ailleurs possible d'y parer en ne faisant varier le taux de conversion que par bonds inférieurs à l'écart des deux points d'or pris par rapport aux pays les plus voisins.

Quoiqu'il en soit des avantages et des inconvénients de la stabilisation absolue du pouvoir d'achat de la monnaie, celle-ci exige que le change soit commandé à tout moment par le gouvernement du pays. *Les moyens pratiques de sa réalisation sont donc les mêmes que ceux qui président à la stabilisation du change local.*

II. Pour que la *stabilisation du change* d'un pays soit durable, il faut et il suffit :

A) Que l'équilibre budgétaire de l'État puisse être approximativement assuré dans l'avenir.

B) Que le Gouvernement possède une réserve d'or ou de valeurs internationales suffisante pour faire face aux demandes d'or faites par le public, aussi grandes qu'elles puissent être.

Pour que la stabilisation n'entraîne pas de perturbations économiques et sociales profondes, il faut en outre, s'il n'y a pas de coupure profonde entre les monnaies locales usitées avant et après la stabilisation :

Que le coût de la vie nouveau ne soit pas inférieur au coût de la vie ancien.

Nous allons examiner successivement ces trois conditions :

A. — L'équilibre budgétaire.

La raison de la première condition est que, si l'équilibre du budget n'est pas normalement assuré, l'État sera tôt ou tard amené à en couvrir les déficits par une émission de papier-monnaie qui compromettra la sécurité de la Caisse de conversion.

Deux cas sont à considérer ici :

1^o Le pays n'a pas de dette publique ;

2^o Le public a une dette publique.

1^o *Si le pays n'a pas de dette publique*, l'équilibre budgétaire est toujours possible, quel que soit le taux de stabilisation du change, à moins de circonstances exceptionnelles telles que guerre, etc.

Il suffit d'ailleurs que l'équilibre budgétaire soit assuré d'une manière approximative. Il peut même ne pas être assuré du tout, sans que la stabilisation monétaire en soit troublée, à condition que le déficit soit couvert par un *emprunt consolidé*. Les emprunts flottants ou à court terme ne sont, au contraire, que des inflations monétaires à retardement.

Seulement, une telle politique ferait passer le pays du groupe que nous étudions dans le groupe suivant.

2^o *Si le pays a une dette publique*, l'équilibre budgétaire n'est possible que si le poids des arrérages de cette dette peut être supporté par le contribuable, en sus de sa charge fiscale normale.

a) Les arrérages étant généralement libellés en monnaie locale, pour que leur poids soit supportable par le contri-

buable, il suffit que le coût de la vie P soit stabilisé à un niveau suffisamment élevé, ce qui conduit à la fixation d'un certain minimum pour le taux de stabilisation du change. C'est le système de la dévaluation de la monnaie.

b) Si, cependant, le Gouvernement désire stabiliser le change à un taux inférieur à ce minimum, il lui est loisible de le faire tout en assurant l'équilibre de son budget, à condition d'amputer la dette publique d'une fraction convenable :

— soit par un prélèvement sur le capital national ;

— soit par une réduction forcée des titres de rente sur l'État.

a) *Dévaluation de la monnaie par rapport à l'or.* — Cette dévaluation se caractérise par la fixation d'un taux de conversion supérieur à un certain minimum que nous allons calculer. Désignons par Z , la fraction maxima du revenu national qui puisse être utilement demandée aux contribuables pour satisfaire au budget de l'État ; par N , le revenu national, exprimé en pouvoir d'achat de l'époque choisie pour base de l'indice du coût de la vie ; par U , la dépense budgétaire minima exprimée de la même manière ; par V , la charge annuelle de la dette publique libellée en monnaie locale.

Le revenu national est : $R = N P$ et la recette budgétaire maxima : $Z R = Z N P$. D'autre part la dépense budgétaire normale s'élève à $U P$. L'équilibre du budget est donc satisfait si :

$$ZNP = UP + V,$$

d'où l'on tire :

$$P = \frac{V}{ZN - U}$$

et comme la valeur normale de P est $p\rho$;

$$\rho = \frac{1}{p} \times \frac{V}{ZN - U}.$$

Telle est la valeur minima du taux de stabilisation du change.

b) Amputation de la dette. — L'amputation de la dette est nécessaire lorsque l'Etat veut choisir un taux de stabilisation inférieur au minimum ci-dessus, en particulier quand il veut faire revenir la monnaie à sa parité-or.

Nous venons de voir que deux méthodes sont possibles : le prélèvement sur le capital ou la réduction des rentes d'Etat.

Avec la première, si nous désignons par W le montant du prélèvement, pour que l'équilibre budgétaire soit satisfait, il faut que :

$$ZNP = UP + V - W,$$

d'où l'on tire :

$$W = P(ZN - U) - V = p\rho(ZN - U) - V.$$

Telle est la valeur minima du prélèvement sur le capital.

Avec la seconde, si nous désignons par A le rapport du nouveau montant des rentes à l'ancien montant, l'équilibre budgétaire exige que :

$$ZNP = UP + AV$$

d'où l'on tire :

$$A = P \times \frac{ZN - U}{V} = p\rho \times \frac{ZN - U}{V}.$$

Cette valeur est un maximum pour A .

Dans le cas où l'on peut revenir à la parité-or de la monnaie ($\rho = 1$), les valeurs limites du prélèvement W ou de la proportion des rentes maintenues A , résultent des équations suivantes :

$$W = p(ZN - U) - V$$

ou :

$$A = p \times \frac{ZN - U}{V}.$$

En ce dernier cas, l'on observera que la valeur maxima de A est exactement l'inverse de la valeur minima de ρ que nous avons obtenue dans la première hypothèse. Qu'un pays stabilise le taux du dollar à un niveau égal à 4 fois le pair, ou qu'il revienne à l'or en réduisant des $3/4$ le montant des rentes d'Etat, l'effet est exactement le même au point de vue de l'équilibre budgétaire.

Nous remarquerons enfin que si un Gouvernement préfère se placer dans la seconde hypothèse, il peut adopter une solution mixte et opérer, à la fois, un prélèvement sur le capital et une réduction des rentes d'État, chacun des deux étant moins important que si l'on avait recours à un unique procédé de diminution de la dette publique.

B. — Réserve d'or et Caisse de Conversion.

Avant d'aborder l'étude de l'organisation de la Caisse de conversion, il nous faut d'abord indiquer d'une manière précise en quoi consiste une monnaie de papier.

Dans un pays à monnaie d'or, le privilège d'émettre des billets remboursables à vue est généralement donné à une ou

plusieurs banques, moyennant certaines restrictions fixées par le Gouvernement. Ces restrictions consistent :

1^o soit à limiter le montant de l'émission au montant de l'encaisse, plus une certaine marge, plus ou moins forte, fixée par la loi ou par le Gouvernement. C'est le *currency principle*, appliqué en Angleterre.

2^o soit à fixer un rapport maximum entre le montant de l'émission et le montant de l'encaisse. C'est le *banking principle*, usité aux États-Unis.

3^o soit à laisser aux banques d'émission la liberté de faire telles émissions qu'elles jugent utiles, quelle que soit leur encaisse, sous la réserve, en général, qu'elles ne dépasseront pas un certain maximum fixé par le Gouvernement. C'est la variante du *banking principle* adoptée en France.

Étant donné que le pays possède un fonds de circulation d'or, l'émission des billets de banque est faite dans les deux fins suivantes :

1^o faciliter le transport de sommes un peu élevées.

2^o faciliter l'essor de l'industrie en donnant au public le moyen d'augmenter ses disponibilités monétaires sans restreindre sa consommation.

Pour satisfaire à cette dernière fin, les banques, au début du 19^e siècle, furent conduites à faire des émissions de billets disproportionnées à leur encaisse et de nombreux krachs de banques d'émission marquèrent l'arrivée des crises périodiques.

Pour éviter le renouvellement de tels désastres, l'émission des billets de banque fut réglementée ainsi que nous venons de l'indiquer, soit d'après les règles du « *currency principle* » soit d'après celles du « *banking principle* ».

Les grandes banques d'émission n'usaient d'ailleurs pas entièrement, avant la guerre, des possibilités d'émission que leur donnait l'application du « banking principle ». Si le but d'aider à l'essor industriel est louable, il ne convient pas cependant qu'il ait pour effet de hâter la marche de l'économie nationale vers la crise périodique. Les banques d'émission usèrent donc avec prudence de la liberté qui leur était donnée d'accroître le stock monétaire du pays pour les besoins commerciaux et c'est pourquoi, dans la discussion du chapitre III, nous avons pu poser en principe la fixité approximative du stock monétaire.

Malgré cette réserve, la nécessité de venir en aide aux entrepreneurs pour résoudre les difficultés passagères dans lesquelles l'esprit d'entreprise les place, rend encore très important le rôle joué par les banques d'émission dans l'économie actuelle.

Ainsi, dans les pays à monnaie d'or, le stock monétaire, tel que nous l'avons défini, peut être décomposé, par la pensée, en deux parties ;

1^o une partie dont le montant serait égal à la circulation totale d'or, y compris l'encaisse des banques d'émission.

2^o une partie égale à l'excédent des billets et des comptes courants des banques d'émission sur l'encaisse de ces banques.

Nous désignerons la première de ces parties sous le nom de *stock monétaire métallique* et la seconde sous le nom de *stock monétaire commercial*.

L'organisation monétaire des pays à monnaie intérieure de papier, stabilisée ou non, est analogue à celle des pays à monnaie d'or.

Le stock monétaire métallique n'existant plus, son rôle est rempli par une émission de papier-monnaie d'État que nous appellerons *stock monétaire d'Etat*.

Ce papier-monnaie joue le même rôle que l'or dans les premiers pays considérés.

En particulier, il doit constituer l'encaisse des banques d'émission qui émettent leurs billets à la demande du commerce selon les règles du « currency principle » ou du « banking principle ».

Mais la stabilisation par rapport à l'or exige que la Caisse de conversion soit assez riche pour absorber tout l'excédent du stock monétaire sur les besoins du public, excédent que celui-ci a tendance à écouler à l'extérieur si, pour une raison quelconque, il n'est pas disposé à souscrire aux bons du Trésor.

Pour que la Caisse de conversion puisse remplir son rôle, il ne faut pas qu'un organisme privé, si bien intentionné soit-il, puisse accroître à sa guise le montant du stock monétaire commercial, le dit accroissement étant susceptible de prendre aussitôt la direction de la Caisse de conversion. La protection de celle-ci exige que le Gouvernement ait le commandement absolu du stock monétaire commercial.

Cette nécessité exige l'abandon du « banking principle » par les pays qui pratiquent ou veulent pratiquer le « gold exchange standard », pour se rallier au « currency principle », la marge autorisée entre l'encaisse et le montant de l'émission pouvant être modifiée par décision gouvernementale. En cas de danger, la Caisse de conversion n'aura ainsi à faire face qu'à l'excédent du stock monétaire d'Etat sur les besoins minima du public, lesquels nous l'avons vu, à l'occasion de la discussion des variations des rapports F, G et H, dans le chapitre précédent, demeurent dans un certain rapport avec les besoins normaux.

Si nous nous reportons aux définitions du pouvoir d'achat normal $\left(\frac{M}{P}\right)_n$ et du pouvoir d'achat minimum du stock

monétaire données à ce moment, nous remarquerons que, dans les pays à monnaie stabilisée, où P n'est soumis qu'à de faibles variations, il correspond, à ce niveau du coût de la vie, deux valeurs du stock monétaire : normale (M_n) et minima (M_m), M_m pouvant être pris égal à $\frac{1}{2} M_n$.

Ces précisions préliminaires étant données, nous distinguerons les demandes du public en demandes normales et en demandes exceptionnelles. Les demandes normales sont celles qui sont fonctions des irrégularités saisonnières du commerce extérieur. Les demandes exceptionnelles sont celles qui peuvent se produire à la suite des modifications anormales des rapports F, G, H, consécutives à des événements politiques ou économiques.

1°. — *Les demandes normales* sont une faible fraction du chiffre des exportations ou des importations, ainsi qu'on peut s'en rendre compte à l'examen des statistiques douanières des divers pays.

Pour y satisfaire, une réserve d'or égale au dixième du chiffre indiqué paraît largement suffisante.

2°. — *Les demandes exceptionnelles* peuvent au plus égaler

$$M_n - M_m = \frac{M_n}{2}.$$

Mais si le gouvernement a émis des bons du Trésor pour un montant B, ces bons peuvent, à la demande du public, être remplacés par un accroissement de stock monétaire d'Etat, de telle sorte que la réserve de la Caisse de conversion peut avoir à échanger, non seulement $\frac{M_n}{2}$, mais encore B.

Si nous désignons par O le montant de la réserve, exprimé en or, nous devons avoir :

$$O \geq \frac{1}{\rho} \left(B + \frac{M_n}{2} \right).$$

Comme les pays qui veulent stabiliser leur change n'ont généralement pas le choix du montant de leur réserve d'or, c'est une valeur minima de ρ que l'on tire de cette condition :

$$\rho \geq \frac{1}{O} \left(B + \frac{M_n}{2} \right).$$

Mais on peut être conduit de la sorte, pour peu que le pays n'ait pas de disponibilités métalliques, à choisir comme taux de conversion ρ une valeur très élevée.

On peut pallier à cette difficulté en réduisant le stock monétaire d'Etat par un emprunt forcé sur la circulation.

Si le gouvernement intéressé désire adopter un taux de conversion ρ_1 qui ne satisfasse pas à la condition ci-dessus, avec la réserve d'or O_1 , dont il dispose, il le pourra par un emprunt forcé sur la circulation portant, par exemple, sur le stock monétaire et les bons du Trésor.

K étant le rapport de la circulation et des bons non consolidés à leur valeur ancienne, l'on devra avoir :

$$K (M + B) \leq \rho O + M_n$$

ou : $K \leq \frac{\rho O + M_n}{M + B}.$

C. — Nouveau coût de la vie.

Si le coût de la vie après la stabilisation était moindre que l'ancien coût, les ouvriers se prêtant difficilement à une réduction des salaires, les nouveaux prix de revient dans

l'industrie seraient exceptionnellement élevés, et celle-ci tomberait dans le marasme.

Si P_0 désigne le niveau atteint par le coût de la vie au moment de la stabilisation, il faut que l'on ait :

$$\rho \geq \frac{P_0}{p}.$$

D. — Conclusion.

Le taux de stabilisation qu'il y a lieu de choisir dans chaque cas particulier est le plus faible de ceux qui satisfont aux trois conditions qui viennent d'être étudiées.

En définitive, *la stabilisation d'une monnaie de papier est toujours possible, quelque faible que soit la réserve d'or de l'Etat, aux trois conditions suivantes :*

1° Que le gouvernement ait la volonté de réaliser l'équilibre budgétaire pour un certain niveau du coût de la vie, choisi par lui.

2° Qu'il ait recours, si c'est nécessaire, à l'emprunt forcé sur la circulation (estampillage ou coupure des billets) et les bons du Trésor pour réduire convenablement le stock monétaire quand la Caisse de conversion sera en danger.

3° Qu'il ait le pouvoir de réduire complètement, si besoin est, le montant des billets et des comptes courants des banques d'émission et non couverts par l'encaisse.

Deuxième Partie

LA STABILISATION DU FRANC

Les principes qui doivent présider à l'établissement de la stabilisation d'une monnaie de papier ayant été posés dans le précédent chapitre, nous allons en faire maintenant l'application à la stabilisation de la monnaie française, laquelle consiste, depuis le 2 août 1914, en des billets de la Banque de France, dotés du cours forcé.

Nous n'envisagerons ici que la stabilisation par rapport à l'or, la stabilisation par rapport au coût de la vie exigeant l'emploi des mêmes procédés techniques, comme nous l'avons vu précédemment et ne s'en différenciant que par la variabilité du taux de conversion de la monnaie intérieure en or.

La stabilisation du franc peut s'effectuer de deux manières : soit en ramenant la monnaie à sa parité ancienne par rapport à l'or ;

soit en lui donnant une valeur *stable* inférieure à cette parité.

Quelle que soit la solution adoptée, il paraît difficile et tout à fait inutile d'ailleurs, de rendre à l'or la place que celui-ci occupait avant la guerre dans la circulation monétaire de la France. Le procédé le plus rationnel, qui continuerait d'ailleurs la tradition actuelle grandement améliorée, consisterait à donner au pays une circulation intérieure de papier-

monnaie, dont l'échange contre des lingots d'or serait assuré, en vue des règlements du commerce extérieur, à un taux fixé une fois pour toutes. Ce taux peut d'ailleurs être celui de l'ancienne parité, ou un taux inférieur.

La réforme monétaire de la France consisterait en l'établissement :

— d'une monnaie intérieure de papier ;

— d'une caisse de conversion échangeant à taux fixe le papier monnaie contre des lingots d'or.

C'est le système du *gold exchange standard*. Pour qu'il s'établisse d'une manière durable et sans difficultés, nous avons vu qu'il fallait :

1^o que l'équilibre budgétaire fut approximativement assuré.

2^o que la Caisse de conversion possède une réserve d'or suffisante pour faire face aux plus grandes demandes qui puissent lui être faites.

3^o que le nouveau coût de la vie ne soit pas sensiblement inférieur à l'ancien, à moins qu'une coupure ne sépare l'ancienne de la nouvelle monnaie.

Nous examinerons dans les chapitres suivants par quelle politique monétaire ces diverses conditions peuvent être satisfaites.

CHAPITRE VI

DE L'ÉQUILIBRE BUDGÉTAIRE

Avant la guerre, en 1913, le budget de l'Etat français s'équilibrait avec le chiffre de 5 milliards de francs environ aux recettes et aux dépenses. Parmi ces dernières, les dépenses normales de l'Etat figuraient pour 4 milliards et la dette publique pour 1 milliard.

Les chiffres indiqués comportaient, non seulement les dépenses et recettes afférentes au fonctionnement des services publics, mais encore celles afférentes à l'exploitation des monopoles et entreprises industrielles de l'Etat. Pour le bon ordre, il convient de faire la discrimination de ces deux catégories budgétaires, et de ne comprendre, dans le budget des recettes, que les recettes *nettes* des exploitations industrielles de l'Etat à bénéfices, dans le budget des dépenses, que les déficits *nets* des exploitations industrielles déficitaires. On ramène ainsi les chiffres ci-dessus à 4,5 milliards pour les recettes ; 3,5 milliards pour les dépenses normales et 1 milliard pour la charge de la dette.

Si à la charge fiscale d'Etat de 4,5 milliards, l'on ajoute la charge fiscale départementale et communale, qui s'élevait à 1 milliard francs, l'on voit que l'imposition totale des Français était en 1913 de 5,5 milliards, lequel chiffre représentait 16 % environ du revenu national, estimé à 36 milliards de francs environ à l'époque.

En 1926, la dette publique de la France s'élève à plus de 300 milliards de francs (290 pour la seule dette intérieure) et la charge annuelle de cette dette excède 13 milliards de francs.

L'énoncé de tels chiffres permet de comprendre pourquoi le retour du franc à sa parité-or est impossible, quand bien même le gouvernement, par une opération magique, pourrait rembourser à la Banque de France toutes les avances que celle-ci lui a consenties. En admettant que les prix intérieurs s'élèvent alors, comme dans les autres pays à monnaie d'or, de 50 % au-dessus de leur niveau d'avant guerre, les dépenses normales de l'Etat s'élèveraient sensiblement à $3,5 \times 1,5 = 5$ milliards, la charge annuelle de la dette à 13 milliards et le total à 18 milliards.

La charge fiscale d'Etat devrait s'élever à ce chiffre (18 milliards), la charge départementale et communale à $1 \times 1,5 = 1,5$ milliard, d'où il résulterait que le contribuable français aurait à supporter un fardeau fiscal total de 19,5 milliards, lequel rapporté à un revenu national d'environ $36 \times 1,5 = 44$ milliards, en représenterait les 45 %.

Un tel prélèvement sur le revenu national est pratiquement irréalisable. C'est pourquoi l'équilibre budgétaire futur de la France ne peut être assuré que par une dévaluation du franc, ou par une amputation de la dette publique qui permette de ramener le franc à sa parité-or.

Nous examinerons successivement ces deux hypothèses.

A. — Système de la dévaluation du franc

Ce système consiste à alléger la charge fiscale due à la dette publique, qui est presque entièrement libellée en francs,

en maintenant le coût de la vie à un niveau suffisamment élevé pour que l'équilibre budgétaire soit possible.

Les dépenses de l'Etat comprennent les dépenses normales et les pensions viagères qui doivent être sensiblement proportionnelles au coût de la vie; les charges dues à la dette publique intérieure, presque totalement libellées en francs; la charge résultant de la dette publique extérieure, commerciale ou d'Etat, qui est libellée en monnaies étrangères, c'est-à-dire en francs-or.

Les recettes de l'Etat comprennent les recettes normales, qui ne sauraient dépasser une certaine fraction du revenu national, lequel varie à peu près proportionnellement au coût de la vie; les annuités à recevoir de l'Allemagne au titre des réparations et celles à recevoir des autres pays débiteurs de la France, qui sont exprimées en francs-or.

Si donc nous désignons par :

P, le nombre indice du coût de la vie en France, rapporté à 1914.

ρ , le taux de conversion des francs-or en francs-papier.

U_n , les dépenses normales de l'Etat, évaluées en francs de 1914, non comprises les dépenses afférentes aux exploitations industrielles de l'Etat.

U_p , les pensions viagères de l'Etat, évaluées en francs de 1914.

V_i , La dette publique intérieure exprimée en francs-papier.

V_e , la dette publique extérieure commerciale, exprimée en francs or.

V_p , la dette publique extérieure politique exprimée en francs-or.

N, le revenu annuel de tous les Français évalué en francs de 1914.

Z , la fraction de ce revenu prélevé par l'Etat.

R_a , les annuités à recevoir de l'Allemagne au titre de réparations.

R_e , les annuités à recevoir des autres pays débiteurs de la France,

l'équilibre budgétaire se représentera comme suit :

$$ZNP + (R_a + R_e)\rho \geq (U_n + U_p)P + V_i + (V_o + V_p)\rho.$$

D'où l'on tire :

$$P \geq \frac{V_i + (V_o + V_p - R_a - R_e)\rho}{ZN - U_n - U_p}$$

Evaluons les différents termes de cette expression.

Dépenses normales. — Ces dépenses comportent des frais de matériel et des frais de personnel. Nous avons admis qu'elles devaient varier proportionnellement à l'indice du coût de la vie.

Cela est évident pour les dépenses de matériel.

Il devrait en être de même pour les dépenses de personnel. Mais souvent, quand les gouvernements se sont trouvés dans des difficultés financières — et c'est le cas du gouvernement français — ils ont cherché à pallier en partie à ces difficultés en réduisant le traitement des fonctionnaires, en particulier celui des fonctionnaires des cadres supérieurs. Il en est résulté peu de bénéfice pour les Finances, mais un préjudice considérable pour l'Etat. Les meilleurs cadres de l'administration, dont la situation sociale était diminuée, ont cherché à abandonner celle-ci et l'élite se détournant des emplois administratifs, les recrues nouvelles n'ont plus, dans l'ensemble,

le niveau intellectuel et moral des fonctionnaires d'avant-guerre.

Une telle situation ne saurait persister sans léser gravement, par contre-coup, l'intérêt du public qui exige d'être bien administré, bien enseigné, bien jugé, bien protégé, etc.

Aussi avons-nous estimé que le budget futur des dépenses devait être basé, non sur les budgets récents, où les dépenses sont anormalement et parfois fictivement compressées, mais sur le budget de 1914 — compte tenu de certaines modifications consécutives à la guerre et au développement du rôle social de l'Etat.

Le chiffre des dépenses votées pour le budget de 1914, réduit aux seuls éléments que nous avons indiqués, se décomposait comme suit :

Pouvoirs publics	20 millions de francs	
Services généraux des ministères :		
Guerre, marine et colonies	1.827	—
Autres	1.314	—
Frais de perception des impôts.....	182	—
Remboursement et non-valeurs.....	49	—
	3.392	—

Par suite de la réduction de la durée du service militaire, un nombre moindre d'hommes étant sous les drapeaux, le chiffre de 1.827 millions ci-dessus peut être réduit.

Le projet de budget pour 1926 prévoyait une dépense de 3.967 millions de francs pour la guerre, 1.496 millions pour la marine et 270 millions pour les colonies, soit au total 5.733 millions. Pour tenir compte des insuffisances certaines, il nous paraît convenable d'élever la dépense à 6.300 millions francs de 1925, qui, divisés par le coefficient présumé du coût de la vie de 4,5 donnent en valeur de 1914, 1.400 millions francs.

Les autres dépenses de 1914 s'élèvent à 1.565 millions francs. En y ajoutant 235 millions pour tenir compte de certaines dépenses nouvelles exigées par le développement de l'assistance, de l'aéronautique civile, par le service des pensions, les pupilles de la Nation, etc., on obtient un total de 1.800 millions.

La dépense normale future s'élèverait ainsi à : $1.400 + 1.800 = 3.200$ millions francs de 1914.

Pensions viagères. — La charge de la dette viagère n'est pas, en fait, proportionnelle au coût de la vie. En équité, elle devrait l'être, et pratiquement le Gouvernement ne peut se soustraire au devoir d'augmenter, par intervalles, les pensions des retraités au fur et à mesure que la monnaie dans laquelle il se libère vis-à-vis d'eux, se déprécie. Mais ces augmentations sont tardives et mal ajustées. Elles devraient être réajustées lors de la stabilisation.

Pour le calcul de la charge normale, nous avons distingué les pensions civiles et militaires et les pensions de guerre. Pour les premières, nous avons pris pour base la charge d'avant-guerre, mais il y a lieu de tenir compte de ce que le nombre des retraités a augmenté avec le nombre des fonctionnaires. De 300.000 en 1914, il est passé à 450.000 en 1925. Ce chiffre pourra s'élever encore pendant quelques années, jusqu'à 500.000 environ, puis deviendra stationnaire pendant un certain temps par suite des pertes faites par le cadre des fonctionnaires durant la guerre. Nous adopterons le chiffre de 500.000 pensionnés.

La charge correspondante s'élèvera donc de 320 millions en 1914 à 500 millions francs 1914 environ dans le budget étudié.

Les pensionnés de la guerre, au titre de la loi du 31 mars

1919, ont un total de pensions s'élevant à 2.100 millions francs environ.

Malgré qu'elles aient été majorées par la loi du 13 juillet 1925, le montant de ces dernières pensions ne s'élève actuellement qu'à 3.700 millions francs (projet de budget de 1926) ce qui correspond à $\frac{3.700}{4,5} = 820$ millions francs de 1914.

Ici encore, la prestation est insuffisante. Les taux de pension de 1919 ont, il est vrai, été basés sur un coût de la vie supérieur à celui de l'avant-guerre (l'indice du coût de la vie était de 2,8 durant le premier trimestre de 1919), mais une légère baisse avait certainement été escomptée. Si nous admettons que ces taux correspondaient à un coût de la vie égal à 2, le montant des pensions qu'il conviendrait d'allouer aux victimes de la guerre est de 1.050 millions francs de 1914 auxquels il faut ajouter 50 millions pour pensions non encore liquidées, soit au total 1.100 millions.

La charge annuelle relative à la dette viagère s'élèverait ainsi à $500 + 1.100 = 1.600$ millions francs de 1914.

Revenu national. — Pour évaluer le revenu national futur, nous prendrons pour base la valeur de ce revenu en 1913, qui pouvait être estimé à 36 milliards de francs, se décomposant approximativement comme suit (1) :

Revenus du capital	10	milliards
Revenus mixtes du capital et du travail	8	—
Revenus du travail	14,5	—
Rente alimentaire des agriculteurs	3,5	—

Cinq causes tendront à rendre, au moment de la stabilisation, le revenu national inférieur à celui d'avant-guerre :

(1) Cf. R. Pupin : *La richesse de la France devant la guerre.*

1^o la reconstitution incomplète des régions dévastées.

2^o la diminution des capitaux mobiliers et de leur revenu réel.

3^o la diminution de la population active résultant des pertes de la guerre que n'a pas compensé l'augmentation du nombre des femmes employées.

4^o la réduction de la durée journalière du travail ouvrier.

5^o La réduction des salaires et traitements réels et du revenu réel de la propriété bâtie consécutive aux lois sur les loyers (cette dernière cause n'est d'ailleurs que temporaire).

Quatre causes tendent à rendre le revenu actuel supérieur à celui de 1913 :

1^o Le retour à la France de l'Alsace-Lorraine, dont la population a presque compensé les pertes dues à la guerre.

2^o L'immigration permanente de nombreux ouvriers étrangers (plus d'un million depuis 1920). Cet apport et celui des familles élève la population actuelle de la France à 41 millions environ d'habitants, contre 39,5 en 1911.

3^o L'accroissement du revenu des particuliers consécutif aux emprunts intérieurs de l'Etat et à l'augmentation de la dette viagère.

4^o La diminution des prix de revient due aux perfectionnements techniques du travail.

Les quatre premières causes (la cinquième n'étant que momentanée) nous paraissent devoir entraîner après la stabilisation les réductions suivantes au revenu de 1913 : 0,5 milliards francs pour la première; 2, 5 milliards francs pour la seconde; 2, 5 milliards francs pour la troisième;

2, 5 milliards francs pour la quatrième, soit au total 8 milliards francs 1914.

L'accroissement de revenu dû aux quatre secondes causes peut se chiffrer de la sorte : 1,5 milliards francs pour l'Alsace-Lorraine ; 1 milliard pour les immigrés ; 4, 5 milliards pour la troisième cause ; et 2 à 3 milliards pour la dernière, soit au total 9 à 10 milliards francs 1914.

Nous en déduisons, pour le revenu national des années qui suivront immédiatement la stabilisation, une valeur réelle supérieure d'1 à 2 milliards au revenu de 1913. Cette valeur ira d'ailleurs en s'accroissant dans le temps.

Rapport de la charge fiscale d'Etat au revenu national. — A priori, nous estimons que la charge fiscale totale susceptible d'être supportée par les Français ne saurait excéder le quart environ du revenu national. Par contre, cette proportion peut être atteinte. Elle l'a été à peu près en 1924.

Dans le cours de cette année, le produit des impôts directs et indirects s'est élevé à 29 milliards de francs environ, les recettes nettes des monopoles à 1. 400 millions, les produits du domaine et les recettes d'ordre à 300 millions chacun soit au total 31 milliards francs dont 26, 5 milliards pour le budget de l'Etat et 4, 5 milliards pour les budgets départementaux et communaux.

Pour estimer en cette même année le revenu du pays, nous nous référerons au calcul qui précède, en y apportant les modifications suivantes :

La cinquième cause défavorable avait, en 1924, une action importante qui ne saurait être estimée à moins de 4 milliards francs 1914 (1 pour le revenu de la propriété bâtie et 3 pour les salaires et traitements). D'autre part, la troisième cause favorable, par suite de l'insuffisance actuelle

des pensions, a eu une action inférieure de 0,5 milliard francs 1914 à celle prévue pour l'avenir.

Au total 4,5 milliards sont à retrancher du chiffre futur de 37,5 milliards francs 1914 — ce qui nous donne pour 1924 un revenu d'environ 33 milliards francs 1914, lequel multiplié par l'accroissement moyen du coût de la vie 3,93 correspond à 130 milliards francs papier. La charge fiscale s'est donc élevée cette année-là à $\frac{31}{130} = 24 \%$ environ, dont 21 % pour la charge fiscale d'Etat et 3 % pour la charge fiscale départementale et communale.

Si donc nous arrêtons à 25 % du revenu la valeur maxima de la charge fiscale totale, la charge départementale et communale s'élevant à 3 %, celle de l'Etat pourra atteindre 22 % du revenu.

Il convient de remarquer, à ce propos, que les recettes fiscales, telles qu'elles sont établies, ne varient pas proportionnellement au coût de la vie. Elles varient seulement dans le même sens que ce coût, mais moins vite que lui.

Si le produit de certains impôts tels que ceux sur le chiffre d'affaires, les mutations, les successions, le revenu, les impôts du timbre et de l'enregistrement varient à peu près comme lui, la plupart des autres ont un produit constant et certains même tels que les recettes nettes des monopoles varient en sens inverse (à moins d'une modification dans le prix de vente des produits). Mais il est toujours possible au gouvernement en modifiant la quotité de certains impôts, en créant ou supprimant des centimes additionnels sur certains autres, de faire suivre d'aussi près qu'il le désire à ses recettes budgétaires la progression du coût de la vie et des revenus publics et de les réajuster ainsi à la faculté d'imposition des Français.

NATURE DE LA DETTE	Montant en capital (primes d'amortisse- ment inclues)	Taux de l'intérêt et de l'amortis- sement	Charge annuelle
1^o DETTE CONSOLIDÉE.	Millions de francs	%	Millions de francs
Rente 3 %	19.700	3	592
— 5 % 1915-16.	18.900	5	943
— 4 % 1917.	9.000	4	360
— 6 % 1920.	27.400	6	1.647
— 3 % amortissable.	2.700	5 3/4	157
— 5 % — 1920.	16.900	5 1/2	915
— 4 1/2 à garantie de change 1925	6.000	5 (a)	300
Cies de chemins de fer, emprunts amortissables.	11.600	6 1/4	714
Oblig. du Crédit National.	17.500	5 1/2	972
Titres d'annuités remis aux sinistrés.	9.700	7	690
Autres.	1.200	5 1/2	67
<i>Total.</i>	161.000		8.200
2^o DETTE A COURT TERME.			
Bons du Trésor à 3 et 5 ans 1922.	8.000	6	480
— à 3, 6 et 10 ans ..			
— 1923, 1 ^{re} série.	6.000	6	360
— 1923, 2 ^e série.	6.000	6	360
— à 10 ans 1924.	5.000	8 1/2	425
Oblig. décennales remises comme dommages de guerre.	9.000	5	450
Bons du Crédit National 1922.	6.000	6	360
Autres.	1.000	5	50
<i>Total.</i>	41.000		2.500
3^o DETTE FLOTTANTE.			
Bons ordinaires du Trésor.	2.000	4 1/2	90
Bons de la Défense Nationale.	41.000	4 3/4	1.950
Avances de la Banque de France. ..	36.000	1/2	180
Autres portant intérêt.	4.000	2	80
Autres ne portant pas intérêt.	5.000	»	—
<i>Total.</i>	88.000		2.300
TOTAL GÉNÉRAL.	290.000		13.000

(a) Pour un taux de change de la livre de 110 fr. contre 90 fr. à l'époque de la souscription.

Dette publique intérieure. — Nous donnons ci-dessus le montant approximatif de la dette intérieure, en capital et charge annuelle, au 31 décembre 1925, d'après les indications fournies par le projet de budget pour 1926, dont les chiffres, arrêtés au 30 avril 1925, ont été modifiés, le cas échéant, pour tenir compte des variations connues entre le 1^{er} mai et le 31 décembre 1925 :

La charge actuelle de la dette intérieure s'élève à 13 milliards de francs, y compris un milliard environ consacré à l'amortissement des rentes amortissables dont le montant en capital (primes d'amortissement incluses) est de 42 milliards.

Mais la dette est appelée à s'accroître encore de 15 milliards francs environ, montant des réparations qui restent à faire dans les régions dévastées. Au taux de 6 %, cet accroissement déterminerait une charge de 900 millions de francs, soit un total de 13,9 milliards francs.

Dette extérieure commerciale. — Cette dette s'exprime en monnaie étrangère autrement dit en francs-or. Elle s'élevait le 30 avril 1925 aux chiffres ci-après :

PAYS CRÉANCIERS		Montant en capital	Taux de l'intérêt	Charge annuelle
		Millions de francs or	%	Millions de francs or
Etats-Unis	Cession des stocks....	2.000	5	100
	Autre dette.....	1.500	6 1/2	100
Angleterre.....		1.500	4	60
Autres pays.....		200	5 1/2	10
<i>Total.</i>		5.200		270

Dette extérieure politique. — Le montant en capital de la dette vis-à-vis des Trésoreries anglaise et américaine s'élevait, le 30 avril 1925, aux chiffres suivants :

Trésor anglais : 638 millions £	=	16 milliards francs-or
Trésor des Etats-Unis : 2.933 millions \$.	=	15 — — —
Total.....		31 — — —

L'entente entre la France et les pays créanciers n'étant pas encore réalisée, il n'est pas permis de placer en regard de ces chiffres une charge annuelle certaine. On peut en tous cas la situer entre 500 et 1.000 millions de francs-or, amortissement compris, avec la restriction qu'elle ne saurait dépasser le montant du versement annuel effectué par l'Allemagne au titre des réparations.

Créances politiques. — Si la France a une dette publique envers les Trésoreries anglaise et américaine, elle est créancière au même titre d'un certain nombre de Trésoreries étrangères, comme l'indique le tableau ci-dessous :

Russie (ancien régime)	6.250 millions de francs
Belgique	3.061 —
Yougo-Slavie	1.750 —
Roumanie	1.055 —
Pologne	960 —
Tchéco-Slovaquie	500 —
Autres	600 —
Total	14.500 millions de francs

Le règlement de ces créances n'a pas été envisagé jusqu'ici. La Russie, principal débiteur, étant défaillante, ces créances ne représentent plus que 8 milliards francs dont la valeur réelle dépend évidemment de l'époque où les crédits furent ouverts. La recette annuelle correspondante ne peut être que de l'ordre de 100 millions de francs-or.

Créance sur l'Allemagne. — La France possède enfin sur l'Allemagne une créance pour la réparation de ses dommages

de guerre, mise à la charge de ce pays par le traité de Versailles. Actuellement les versements de l'Allemagne s'exécutent conformément au plan Dawes, qui prévoit des annuités de 2,5 milliards de francs-or dont 52 % soit 1.300 millions reviendront à la France. Il serait avantageux de tenir compte de ces annuités dans l'équation du budget futur. Toutefois, il n'est pas possible de faire dépendre l'équilibre budgétaire, et en conséquence le maintien du taux de stabilisation du franc, de la permanence de ces versements, toujours aléatoires.

Dans la discussion qui va suivre, nous n'avons donc pas tenu compte des versements allemands, non plus que des recettes provenant des Etats débiteurs ; mais, par compensation, nous avons écarté la charge relative à la dette politique extérieure, charge en tous cas inférieure aux créances ci-dessus. Dans le cas où l'Allemagne réduirait ses versements, la France serait fondée à diminuer les siens en proportion.

Par suite, notre équation budgétaire se réduira à :

$$P \geq \frac{V_i + V_e \rho}{ZN - U_n - U_p}$$

et, en remplaçant les lettres par leurs valeurs en millions de francs, il viendra :

$$P \geq \frac{13.900 + 270 \rho}{0,22 \times 37.500 - 3.200 - 1.600} = 4,09 + 0,08 \rho$$

Comme ρ sera de l'ordre de 3 ou 4, on aura approximative :

$$P \geq 4,4$$

Pour que l'équilibre budgétaire puisse être réalisé, l'effort fiscal total demandé aux Français s'élevant à 25 % de leur

revenu global, il faut que le coût de la vie en France, demeure dans un rapport au moins égal à 4,4 avec le coût de la vie d'avant guerre.

Pour déduire de là le taux de conversion des francs-or en francs papier qu'il convient d'adopter, nous remarquerons que, dans un pays à change stabilisé, le coût de la vie local ne tarde pas à s'aligner sur le coût de la vie mondial, et que c'est dans cette dernière hypothèse que nous devons nous placer pour résoudre le problème de la fixation définitive de p .

Nous avons alors : $P = p \rho$, et la condition ci-dessus devient :

$$p \rho \geq 4,09 + 0,08 \rho$$

ou :

$$\rho \geq \frac{4,09}{p - 0,08}.$$

Le taux de conversion minimum dépend du niveau du coût de la vie mondial. Il varie d'une manière inversement proportionnelle aux variations de celui-ci.

Pour s'arrêter à un taux de conversion que l'on veut définitif, il faut donc faire une hypothèse sur la valeur que pourra, dans l'avenir, prendre l'indice du coût de la vie mondial.

Si l'on prend pour base du calcul du taux de conversion minimum la valeur actuelle de cet indice, qui est supérieure de 65 % environ à sa valeur de 1914, et si l'on s'arrête à un taux de conversion voisin du minimum obtenu, on risque de ne plus voir la condition de l'équilibre budgétaire satisfaite si, par la suite, le coût de la vie mondial baissait de 40 % de sa valeur, comme il l'a fait de 1873 à 1895.

Une telle variation vouerait à l'échec la stabilisation monétaire des pays à dette publique élevée qui, tels que l'Angleterre, ont choisi un taux de conversion voisin du taux minimum calculé sur la base de l'indice actuel du coût de la vie mondial, à moins que ces pays ne procèdent à l'allègement de leur dette publique par l'un des autres procédés que nous avons indiqués.

La difficulté ci-dessus n'existerait plus si le pays adoptait le système de la stabilisation absolue au lieu de celui de la stabilisation par rapport à l'or. L'application du premier système comporte, en effet, nous l'avons vu, la modification systématique du taux de conversion d'une manière inversement proportionnelle à celle du coût de la vie mondial.

Quoiqu'il en soit, pour éviter de courir le risque signalé ci-dessus, propre à la stabilisation par rapport à l'or, nous allons examiner quelles valeurs prennent p quand on fait baisser p dans les limites raisonnables.

Nous prendrons comme valeurs de p les indices du coût de la vie aux États-Unis, que nous estimons suffisamment représentatifs des indices du coût de la vie mondial.

$$\text{Pour } p = 1,65 \text{ (taux actuel), l'on a : } p = \frac{4,09}{1,57} = 2,6$$

$$\text{--- } p = 1,44 \quad \text{---} \quad p = \frac{4,09}{1,36} = 3,0$$

$$\text{--- } p = 1,10 \quad \text{---} \quad p = \frac{4,09}{1,02} = 4,0.$$

Ainsi donc, la condition de l'équilibre budgétaire pourrait être satisfaite actuellement pour un taux de conversion de 2,6.

Le taux de conversion de 3 serait compatible avec une baisse de 12 % du coût de la vie mondial au dessous de son

niveau actuel, et le taux de conversion de 4 le serait avec une baisse de 33 %.

Le point bas du coût de la vie mondial lors de la dernière crise périodique ayant été de 1,45, une baisse importante de p au dessous de son niveau actuel ne saurait être que la conséquence d'une variation séculaire, toujours lente. Et avant qu'une baisse importante de p puisse s'effectuer, un autre élément de l'équilibre budgétaire se modifierait certainement et son action, inverse de celle d'une baisse de p , restreindrait éventuellement les conséquences de cette dernière. C'est le taux de l'intérêt de la dette publique.

Certains emprunts ont été émis par l'État à un taux de 6 % et plus. De tels taux se conçoivent fort bien pour des emprunts en monnaie de papier, laquelle est exposée à une dépréciation considérable. C'est d'ailleurs pourquoi, la rente française 6 % 1920, par exemple, achetée en Bourse actuellement, donne un intérêt réel qui n'est pas moindre de 9 % net d'impôts.

Mais quelques années après la stabilisation alors que le nouveau régime monétaire fonctionnera normalement, des taux d'intérêt aussi élevés ne sauraient se maintenir. Ayant retrouvé la sécurité concernant la permanence du pouvoir d'achat de la monnaie, les capitalistes consentiraient des prêts à l'État dans des conditions très analogues à celles pratiquées dans les autres pays à monnaie d'or. Il est donc permis d'escompter que cinq à dix ans après la stabilisation, l'État français pourrait convertir en 5 % tous les emprunts dont le taux d'intérêt est supérieur à ce chiffre; et dans les dix ans qui suivraient, ramener encore à 4 % le taux d'intérêt de tous les emprunts plus onéreux. Ces conversions seraient d'ailleurs facilitées en cas de baisse du coût de la vie mondial, car celle-ci provoquant un certain malaise industriel,

les capitalistes rechercheraient alors les placements obligataires de préférence aux souscriptions d'actions. L'examen des variations du taux réel des rentes d'État de 1873 à 1914 confirme cette dernière remarque.

Si donc nous tenons compte des possibilités de conversion de la dette publique, la condition d'équilibre budgétaire devient plus aisée à satisfaire. La conversion des rentes (1) dont le taux d'intérêt excède 5 % ramènerait la charge annuelle de la dette à 13 milliards. La conversion des rentes dont le taux d'intérêt excède 4 % ramènerait la charge annuelle de la dette à 12 milliards. Dans ce dernier cas, l'expression de P deviendrait :

$$P \geq \frac{12.000 + 270 \rho}{0,22 \times 37.500 - 3.200 - 1.600} = 3,53 + 0,08 \rho.$$

$$\geq 3,9 \text{ (approximativement),}$$

et celle de ρ :

$$\rho \geq \frac{3,53}{p - 0,08}.$$

Pour $p = 1,26$, l'on aurait $\rho \geq 3$.

— $p = 0,96$, — $\rho \geq 4$.

Le choix du taux de conversion de 3 permettrait donc de réaliser l'équilibre budgétaire, même dans le cas d'une baisse de 25 % du coût de la vie mondial par rapport à son niveau actuel. Sans trop préjuger de l'avenir, nous estimons une telle marge suffisante, parce que nous croyons qu'elle ne sera pas dépassée avant longtemps, et qu'avant l'époque où elle pourra être atteinte, le revenu réel du pays aura progressé dans une mesure qui enlèvera toute inquiétude relativement à l'équilibre budgétaire.

(1) Abstraction faite des rentes amortissables.

B. — Système de l'amputation de la dette.

L'adoption de ce système pourrait être motivée par le désir de voir le franc revenir à sa parité ancienne.

Ce retour présenterait deux avantages :

1^o Un avantage moral, si la réduction de la dette était obtenue par un prélèvement sur le capital national. Il ne serait plus alors permis de parler de la faillite de l'État français.

2^o Un avantage matériel. Les débiteurs étrangers des Français, qui sont nombreux, ne pourraient plus, comme maintenant, se libérer en francs-papier de leurs dettes d'avant-guerre, remboursant ainsi une valeur réelle très inférieure à la valeur convenue.

Mais il présente aussi des inconvénients.

Il exige d'être réalisé brusquement, par coupure entre l'ancien et le nouvel état de choses. *Le retour progressif à la parité ancienne est irréalisable ; il serait destructeur de l'industrie française.*

En effet, les entrepreneurs ont pu s'enrichir en se libérant de leurs dettes à bon compte, mais la ruine des créanciers obligataires n'entraînait pas l'arrêt de l'industrie, au contraire. Par contre, l'obligation de rendre des valeurs réelles très supérieures aux valeurs prêtées, de donner à la main-d'œuvre des salaires réels en voie d'accroissement rapide, est incompatible avec l'organisation de la production moderne.

Si donc le retour du franc à sa parité ancienne exige d'être réalisé brusquement, la réduction de la dette ne saurait résulter d'un prélèvement sur le capital, lequel, en tout état de cause, doit être nécessairement réparti sur une longue période.

L'autre méthode, celle d'une réduction du montant des rentes d'État, est seule possible. Si on la pratiquait, le rapport du nouveau montant à l'ancien devrait avoir une valeur au plus égale à

$$\frac{1}{\rho} = \frac{p - 0,08}{4,09}.$$

Si l'on se reporte à la discussion précédente, on voit que la valeur de ce rapport ne saurait excéder $1/3$ et peut, en tous cas, être supérieure à $1/4$. Nous estimons que le chiffre de $1/3$ assure encore une marge suffisante à la variation éventuelle de P et qu'il est permis de s'y arrêter définitivement, le cas échéant.

Le retour du franc à sa parité ancienne ne serait possible toutefois que si le législateur réglait, par une loi appropriée, les conditions dans lesquelles les débiteurs seraient tenus de s'acquitter envers leurs créanciers. On ne saurait songer, en effet, à faire rendre, en 1930, 1.000 francs-or pour 1.000 francs-papier empruntés en 1925.

Le meilleur moyen de résoudre la difficulté serait de donner le caractère légal à un barème d'indices du coût de la vie aux différentes époques. On déduirait la somme due en francs-or du montant nominal de la dette, en divisant celui-ci par l'indice du coût de la vie à l'époque de la passation du contrat.

Une telle méthode nous eut paru la meilleure si la stabilisation monétaire avait été effectuée aussitôt après la guerre.

Elle avait l'avantage d'être moins défavorable que la dévaluation aux créanciers de l'État.

Cet apparent paradoxe s'explique par le fait que la plupart des créanciers de l'État se trouvaient être également possesseurs d'autres créances obligataires, ou recevaient des

pensions de l'État ou privées, des traitements, etc., toutes choses dont la dépréciation de la monnaie a réduit la valeur réelle en même temps que celle de la charge de la dette publique.

Mais, à l'heure actuelle, la dépréciation du franc a pris un caractère de permanence contre lequel les personnes lésées ne récrimentent même plus, bornant leur souhait à voir le coût de la vie suspendre sa marche ascendante.

C'est pourquoi, à cause de sa complexité d'application, à cause aussi de l'amputation presque totale qu'il faudrait faire subir au montant des billets de banque en circulation et des bons de la Défense Nationale pour permettre à la Caisse de conversion de fonctionner, nous estimons que la solution du retour du franc à sa parité ancienne est à rejeter.

La seule solution admissible, la seule dont nous ferons état par la suite, est celle de la dévaluation du franc.

CHAPITRE VII

De la Caisse de Conversion

Le régime monétaire actuel de la France présente ceci de particulier que le pays ne possède plus de monnaie métallique, et ne possède pas encore de monnaie de papier, c'est-à-dire de signes monétaires *émis par l'Etat* et destinés à jouer, dans la circulation intérieure, le rôle que joue l'or dans les pays à circulation d'or — destinés, en particulier, à constituer l'encaisse de la Banque de France, banque d'émission commerciale.

Jusqu'ici, le rôle du papier-monnaie a été joué par les billets de la Banque de France avancés à l'État et aux gouvernements étrangers pour le compte de l'État.

Quant à la circulation commerciale, elle est constituée par des billets identiques. Son niveau maximum résulte de la loi qui fixe les montants maxima des avances à l'État et de l'émission totale.

Le choix du Gouvernement français, de faire jouer aux billets de la Banque de France le rôle de papier-monnaie, n'est pas heureux. A vrai dire, il lui a été imposé par les circonstances. La guerre pouvait être courte et il était inutile, en ce cas, de troubler les habitudes monétaires du public

par l'émission d'un papier-monnaie vis-à-vis duquel ce dernier aurait pu manifester de la défiance.

Mais, quand il est apparu au Gouvernement que l'usage du papier-monnaie devait prendre un caractère permanent (la dépréciation du franc devenant nécessaire à l'équilibre budgétaire), il aurait dû éclaircir la situation monétaire en prenant à sa charge l'émission de papier-monnaie destiné à remplacer la monnaie métallique dans la circulation intérieure et dans l'encaisse de la Banque de France, et en rendant cette dernière à sa fonction de banque d'émissions commerciales.

Le papier-monnaie émis par l'État aurait d'ailleurs possédé comme couverture la réserve métallique de la Banque de France, devenue propriété de l'État par l'échange qui en aurait été fait contre un égal montant de papier-monnaie, et le double rôle actuellement rempli par la Banque de France aurait été réparti entre un service du Trésor et la Banque de France cantonnée dans son rôle naturel.

Ce service du Trésor, qui n'a pas de nom particulier dans les pays à change non stabilisé, n'est autre, dans les pays à change stabilisé, que la Caisse de conversion chargée de l'échange du papier-monnaie contre des lingots d'or.

Bien que le système de la séparation des deux fonctions n'ait pas été appliqué en France, où la Banque de France les cumule, on peut toujours, par la pensée, distinguer dans celle-ci un service du Trésor et une banque d'émission commerciale ; et cette distinction étant de nature à simplifier les explications qui vont suivre, nous allons la concrétiser dans un bilan hebdomadaire de la Banque de France, celui du 31 décembre 1925, par exemple.

Le bilan se résume comme suit :

ACTIF		PASSIF	
	Milliards de Francs		Milliards de Francs
Encaisse.....	5,9	Billets au porteur en circulation.....	51,0
Disponibilités à l'étranger. .	0,6	Comptes-courants et dépôts.....	3,3
Portefeuille.....	4,2	Compte d'amortissement (État).....	1,4
Avances sur titres.....	2,5	Divers.....	2,0
Avances à l'État.....	36,0		
Avances aux Gouvernements étrangers.	5,2		
Divers.....	3,3		
Total.....	57,7	Total.....	57,7

Il peut se décomposer dans les deux suivants : celui du Service du Trésor :

ACTIF		PASSIF	
	Milliards de Francs		Milliards de Francs
Encaisse { or { en France. 3,6		Billets au porteur en circulation (émission d'État).....	45,7
{ à l'Étrang. 2,0		Compte d'amortissement.....	1,4
{ argent..... 0,3			
Total.....	5,9		
Avances à l'État.....	36,0		
Avances aux Gouvernements étrangers.	5,2		
Total.....	47,1	Total.....	47,1

Et celui de la Banque d'émission commerciale.

ACTIF		PASSIF	
Disponibilités à l'étranger.....	0,6	Billets au porteur en circulation (émission commerciale).....	5,3
Portefeuille.....	4,2	Comptes courants et dépôts.....	3,3
Avances sur titres.....	2,5	Divers.....	2,0
Divers.....	3,3		
Total.....	10,6	Total.....	10,6

Le stock monétaire M, tel qu'il a été défini au début de cette étude, et qui comprend la circulation de billets de Banque et les comptes courants et dépôts à la Banque d'émission, s'élevait donc en France, au 31 décembre 1925, à 54,3 milliards francs-papier, répartis comme suit :

45,7 milliards pour le stock monétaire d'État.

8,6 — — — — commercial.

Ces chiffres sont à rapprocher de ceux de l'avant-guerre.

Au 31 décembre 1913, le stock monétaire de la France s'élevait approximativement à 12 milliards francs répartis comme suit :

9,5 milliards pour le stock monétaire métallique (4,2 servant d'encaisse à la Banque de France et 5,3 environ dans le public).

2,5 milliards pour le stock monétaire commercial (1,5 d'excédent des billets en circulation sur l'encaisse de la Banque; 1,0 de comptes-courants et dépôts à la Banque de France).

La stabilisation monétaire résulterait du vote d'une loi organisant, sur la base que nous avons indiquée, une Caisse de conversion et établissant un taux de conversion réciproque des francs en lingots d'or.

Le taux de conversion serait fixe si l'État voulait stabiliser sa monnaie par rapport à l'or; il serait modifiable par décision gouvernementale, de manière à lui faire subir une variation inverse de celle du coût de la vie mondiale, si l'État voulait stabiliser sa monnaie par rapport à l'ensemble des marchandises.

La Caisse de conversion pourrait constituer un organisme autonome, ou être gérée par la Banque de France. Son encaisse initiale serait égale à la réserve d'or de l'État, c'est-

à-dire à 5,8 milliards de francs-or environ (1), diminuée des 2 milliards déposés à l'étranger et dont le Gouvernement ne peut faire usage, soit, en définitive, 3,8 milliards de francs-or.

Elle aurait à faire face à des demandes normales et à des demandes exceptionnelles.

Les *demandes normales* destinées à compenser les irrégularités saisonnières de la balance commerciale, si les crédits temporaires des banques et les mouvements des valeurs internationales ne les compensaient pas à nouveau intégralement, seraient, en tous cas, très faibles, ainsi que le montre l'examen des chiffres mensuels d'exportation et d'importation de la France. Elles ne sauraient excéder dans l'année un douzième du montant des importations, soit environ 700 millions de francs-or.

Le montant des *demandes exceptionnelles* pourrait s'élever à la différence entre le montant du stock monétaire existant et le montant du stock monétaire minimum correspondant au coût de la vie P du moment.

Nous rappelons, à cet égard, que le rapport $\left(\frac{M}{P}\right)$ du stock monétaire à l'indice du coût de la vie, ne saurait descendre, en aucun cas, au-dessous d'une certaine valeur sensiblement égale à la moitié de sa valeur normale.

L'exemple de l'Allemagne, de 1919 à 1923, que nous avons donné au Chapitre IV, est suffisamment instructif à cet égard. Nous en donnerons une confirmation nouvelle, relative à la France elle-même. Dans le tableau ci-dessous sont figurées les valeurs de M , de P et de $\left(\frac{M}{P}\right)$, de 1916 à 1925.

(1) Le stock d'argent doit ici être compté pour sa valeur marchande, ce qui cause une légère diminution de l'encaisse.

ÉPOQUES	Billets en circulation	Comptes courants particu- liers et de l'État	Valeur de M	Nombre- indice du coût de la vie (1) P	Valeur de $\left(\frac{M}{P}\right)$
	Milliards de Francs	Milliards de Francs	Milliards de Francs		Milliards de Francs
1914.....	»	»	12,0	1,00	12,0
1916 { 1 ^{er} trimestre	14,9	2,1	17,0	1,33	12,8
2 ^e —	15,8	2,3	18,1	1,37	13,2
3 ^e —	16,7	2,3	19,0	1,42	13,4
4 ^e —	16,7	2,3	19,0	1,46	13,0
1917 { 1 ^{er} trimestre	18,5	2,7	21,2	1,54	13,8
2 ^e —	19,8	2,8	22,6	1,71	13,2
3 ^e —	21,0	2,9	23,9	1,84	13,0
4 ^e —	22,3	3,2	25,5	2,00	12,7
1918 { 1 ^{er} trimestre	25,2	2,8	28,0	2,11	13,3
2 ^e —	28,5	4,1	32,6	2,32	14,0
3 ^e —	29,9	3,2	33,1	2,44	13,5
4 ^e —	30,2	2,5	32,7	2,60	12,6
1919 { 1 ^{er} trimestre	33,4	3,1	36,5	2,78	13,1
2 ^e —	34,4	3,4	37,8	2,93	12,9
3 ^e —	35,8	2,9	38,7	2,98	13,0
4 ^e —	37,3	3,2	40,5	3,01	13,5
1920 { 1 ^{er} trimestre	37,6	4,0	41,6	3,19	13,0
2 ^e —	37,5	3,6	41,1	3,79	10,8
3 ^e —	37,9	3,3	41,2	3,88	10,6
4 ^e —	38,8	3,9	42,7	4,50	9,5
1921 { 1 ^{er} trimestre	38,4	3,1	41,5	4,29	9,7
2 ^e —	37,4	2,9	40,3	3,63	11,1
3 ^e —	37,1	2,5	39,6	3,50	11,3
4 ^e —	36,2	2,6	38,8	3,48	11,1
1922 { 1 ^{er} trimestre	36,1	2,7	38,8	3,22	12,0
2 ^e —	35,9	2,5	38,4	3,15	12,2
3 ^e —	36,3	2,3	38,6	3,12	12,4
4 ^e —	36,4	2,2	38,6	3,14	12,3
1923 { 1 ^{er} trimestre	37,2	2,2	39,4	3,31	11,9
2 ^e —	36,6	2,1	38,7	3,37	11,5
3 ^e —	37,4	2,0	39,4	3,49	11,3
4 ^e —	37,6	2,3	39,9	3,73	10,7
1924 { 1 ^{er} trimestre	39,0	2,6	41,6	4,00	10,1
2 ^e —	39,7	2,2	41,9	3,93	10,7
3 ^e —	40,2	1,9	42,1	4,00	10,5
4 ^e —	40,5	2,0	42,5	4,27	9,9
1925 { 1 ^{er} trimestre	40,7	2,0	42,7	4,41	9,7
2 ^e —	43,1	2,4	45,5	4,33	10,5
3 ^e —	44,7	2,4	47,1	4,50	10,5
4 ^e —	48,1	3,0	51,1	4,70	10,9

(1) Indice caractérisant les variations de prix de 13 denrées (moyenne pour la France).

A défaut d'indice du coût de la vie relatif à toute la période, nous avons fait choix de l'indice caractérisant les variations de prix de 13 denrées pour la France entière. Cet indice est plus stable que celui des prix de gros, mais moins stable que celui du coût de la vie. Ce dernier indice n'a pas subi, au quatrième trimestre 1920, une hausse aussi marquée que l'indice des treize denrées.

Quoi qu'il en soit, l'indice choisi fournit une vérification suffisante de la propriété énoncée. La valeur normale de $\left(\frac{M}{P}\right)$ qui correspond aux valeurs d'avant-guerre des autres facteurs monétaires est de $\frac{12^m,5}{1,00} = 12,5$ milliards (1). Quelles que soient les perturbations que la guerre, puis la dépréciation monétaire, ont apportées dans la valeur de ces autres facteurs, elles n'ont pu faire varier le rapport $\left(\frac{M}{P}\right)$ que dans des limites très étroites autour de sa valeur d'avant-guerre. En particulier, sa valeur minima (9,1 milliard) n'a été inférieure que de 24 pour cent à la normale et encore ce minimum atteint durant le quatrième trimestre 1920, correspond à une valeur forcée de P. En réalité $\left(\frac{M}{P}\right)$ ne s'est guère écarté de plus de 20 pour cent de sa valeur normale. Il s'en serait encore moins écarté s'il n'y avait pas eu de bons de la Défense Nationale qui ont, en partie, remplacé le numéraire dans les disponibilités du public.

Nous sommes donc fondés à dire que, *en période de stabilisation, le stock monétaire de la France ne saurait tomber, en aucun cas, au-dessous d'une valeur égale à 9 milliards de francs, multipliés par l'indice du coût de la vie P :*

$$M_m \geq 9 \text{ milliards francs.} \times P = 9 \text{ milliards} \times p \rho.$$

(1) La circulation de 1914 a été augmentée de 0,5 milliard pour tenir compte de l'Alsace-Lorraine.

D'autre part, en cas de danger pour la Caisse de conversion, le Gouvernement doit pouvoir, comme nous l'avons exposé dans le Chapitre V, réduire à zéro le stock monétaire commercial de manière qu'aucune fraction n'en vienne peser sur la balance des comptes.

L'encaisse utile de la Caisse de conversion ayant une valeur de 3,8 milliards de francs $\times p$, si le stock monétaire d'État demeurerait le même que maintenant (45,7 milliards), la Caisse de conversion serait inébranlable avec un taux de conversion p tel que l'on ait :

$$3,8 \times p \geq 45,7 - 9 \times p$$

ou

$$p \geq \frac{45,7}{9p + 3,8}$$

En donnant à p sa valeur actuelle 1,6, il viendrait

$$p \geq \frac{45,7}{9 \times 1,6 + 3,8} = 2,5 \quad (P \geq 4)$$

En cas de baisse de p , l'on aurait encore pour

$$p = 1,27 \quad p \geq 3 \quad (P \geq 3,8).$$

Un taux de conversion de 3 est parfaitement compatible avec le montant actuel du stock monétaire d'État.

Mais ce stock monétaire peut s'accroître de tout ou partie des bons de la Défense nationale et des bons du Trésor. Nous avons vu que, à la fin de 1925, le montant de ces bons s'élevait à 43 milliards francs environ.

Si on les présentait tous au remboursement, le stock monétaire d'État s'accroîtrait d'autant, mais alors, il est

bien certain que le stock monétaire minimum ne pourrait plus tomber aussi bas que dans le cas où les bons de la Défense jouent un rôle dans les économies privées. Nous serons fondés à prendre cette fois, pour valeur minima du stock monétaire, une valeur un peu supérieure à la précédente :

$$M_m = 10 \text{ milliards francs} \times P = 10 \text{ milliards} \times p \rho.$$

La condition à laquelle devrait satisfaire le taux de conversion ρ sera alors :

$$\rho \geq \frac{45,7 + 43}{10 p + 3,8} = \frac{88,7}{10 p + 3,8}.$$

En donnant à p sa valeur actuelle 1,60, il viendrait :

$$\rho \geq 4,5 \quad (P \geq 7,5).$$

Et pour $p = 1,40$, il viendrait :

$$\rho \geq 5 \quad (P \geq 7).$$

En résumé, en nous plaçant dans les conditions actuelles du coût de la vie mondial, et du montant des souscriptions aux bons du Trésor, la Caisse de conversion serait inébranlable pour un taux de conversion de francs-or en francs-papier égal à 2,5.

En nous plaçant dans le cas le plus défavorable, où tous les bons du Trésor ou de la Défense Nationale seraient présentés au remboursement, la Caisse de conversion serait inébranlable pourvu que le coût de la vie local P atteigne un niveau égal à 7 fois celui de 1914.

Comme l'hypothèse dans laquelle nous nous plaçons ici ne peut se réaliser avant un long temps, il est hors de doute qu'avant qu'elle ne le soit, le change étant stabilisé, le niveau

du coût de la vie ramené à l'or $\left(\pi = \frac{P}{p}\right)$ aurait rejoint sa valeur normale p . C'est donc (en se réservant encore une certaine marge pour faire face à une possibilité de baisse de 15 % du coût de la vie mondial actuel), *le taux de conversion de 5 qui convient dans l'hypothèse la plus défavorable.*

Mais nous estimons, qu'en fait, ce cas le plus défavorable, où 43 milliards de bons du Trésor ou de la Défense seraient présentés au remboursement, ne saurait se produire, et que, dans le cas où la réalité s'en rapprocherait assez pour mettre en danger la Caisse de conversion, il est un moyen de mettre celle-ci à l'abri de tout risque autrement que par le choix d'un taux de conversion élevé. Ce moyen, que nous jugeons bien préférable, est *l'emprunt forcé sur la circulation.*

Supposons que, pour obtenir le taux de conversion, on n'obéisse qu'à des considérations d'ordre budgétaire, c'est-à-dire qu'on fasse choix d'un taux compris entre 3 et 4, par quel procédé la Caisse de conversion peut-elle être, le cas échéant, mise à l'abri de toute atteinte ?

La valeur initiale de son encaisse étant de 3,8 milliards de francs-or, voici la politique que devrait suivre, selon nous, la Caisse de conversion.

a) *Tant que l'encaisse ne tomberait pas au-dessous de 2,5 milliards de francs-or, aucune précaution ne serait à prendre. On pourrait considérer les demandes faites comme des demandes normales (dans un sens plus large que celui donné précédemment à ce mot).*

b) *Si l'encaisse tombait au-dessous de 2,5 milliards de francs-or, c'est que l'on aurait affaire à des demandes exceptionnelles et il y aurait lieu d'essayer de les réduire par les moyens suivants :*

1^o *Réduction progressive à zéro, par décision gouvernementale, du stock monétaire commercial* (c'est-à-dire de la partie des billets et des comptes-courants de la Banque de France non couverte par son encaisse de papier-monnaie).

Les demandes d'or peuvent, en effet, avoir pour cause un stockage exagéré de la part des industriels, analogue à celui qui précède les crises périodiques. La réduction indiquée, nécessairement accompagnée d'une hausse du taux de l'es-compte de la Banque de France produirait l'effet salubre qu'avait cette hausse, en pareil cas, avant la guerre.

2^o *Elévation du taux de l'intérêt des bons du Trésor*, de manière à retenir le public disposé à abandonner ceux-ci.

3^o *Emission par l'Etat d'emprunts consolidés*, même si le taux de l'intérêt servi devait être élevé, celui-ci pouvant être converti par la suite en un taux inférieur.

La proportion dans laquelle ces deux dernières mesures accroîtraient la dépense budgétaire serait très faible et parfaitement compatible avec le maximum de charges fiscales admis dans le chapitre précédent.

c) *Si, malgré toutes ces mesures, l'encaisse de la Caisse de conversion tombait au-dessous de 500 millions de francs-or*, il devrait être procédé à un emprunt forcé sur la circulation.

Cet emprunt forcé pourrait être effectué, soit sur le stock monétaire seul, soit sur l'ensemble du stock monétaire et des bons du Trésor.

Le premier procédé nous paraît préférable, car il ne convient pas de discréditer à l'avance les bons du Trésor par rapport aux dépôts en banque. Toutefois, si cette politique conduisait à un prélèvement trop important sur le stock

monétaire, on pourrait soumettre à l'emprunt forcé l'ensemble :

- du stock monétaire,
- des bons du Trésor,
- des dépôts et des soldes créditeurs des comptes courants, dans toutes les banques.

On réduirait ainsi à un chiffre faible, donc très supportable, le dit prélèvement. Calculons quel en serait le montant approximatif, selon que le taux de conversion choisi serait 3 ou 4, en nous plaçant dans le cas où l'indice du coût de la vie serait égal à 1,5.

1^o *Taux de conversion* $\rho = 3$.

L'indice du coût de la vie local serait alors approximativement : $P = 1,5 \times 3 = 4,5$, et la valeur minima du stock monétaire correspondant $M_m = 10 \times 4,5 = 45$ milliards.

L'encaisse initiale de la Caisse de conversion aurait été $3,8 \times 3 = 11,4$ milliards francs-papier. Comme un prélèvement de $3,3 \times 3 = 9,9$ milliards aurait déjà été fait sur elle, le reliquat de son encaisse aurait une valeur de 1,5 milliard.

D'autre part, le montant maximum éventuel du stock monétaire (stock monétaire d'État, plus bons du Trésor) aurait été réduit de 10 milliards environ, c'est-à-dire ramené de 88,7 à 78,8 milliards. C'est ce dernier chiffre qu'il faudrait réduire à $45 + 1,5 = 46,5$ milliards, en faisant un emprunt forcé de 32 milliards sur la circulation.

Si cet emprunt devait porter sur le seul stock monétaire dont le montant serait alors de l'ordre de 50 milliards, le prélèvement à faire serait très élevé, d'autant plus que les coupures de 5, 10 et 20 francs devraient normalement y échapper. Il devrait être de l'ordre des *deux tiers*. Par contre,

si on étendait l'emprunt forcé à la masse du stock monétaire et des bons du Trésor, il s'élèverait au rapport simple immédiatement supérieur à $\frac{32}{78,8} = 40 \%$, c'est-à-dire aux $2/5$.

Si enfin, l'on étendait, comme nous pensons qu'on devrait le faire, l'emprunt forcé au montant des dépôts et des soldes créditeurs des comptes courants dans toutes les banques et établissements similaires, son importance pourrait être réduite à *un cinquième* environ de la masse prise en considération.

2° Taux de conversion $\rho = 4$.

L'indice du coût de la vie local serait alors sensiblement $P = 1,5 \times 4 = 6$, et la valeur minima du stock monétaire correspondant : $M_m = 10 \times 6 = 60$ milliards.

L'encaisse initiale de la Caisse de conversion aurait eu une valeur de $3,8 \times 4 = 15,2$ milliards de francs-papier, sur lesquels $3,3 \times 4 = 13,2$ milliards auraient déjà été échangés. La circulation aurait diminué d'autant, et le montant maximum éventuel du stock monétaire aurait ainsi été réduit à $88,7 - 13,2 = 75,5$ milliards. C'est ce dernier chiffre qu'il faudrait ramener à $60 + 2 = 62$ milliards par un emprunt forcé de 14 milliards. Le stock monétaire atteignant alors 65 milliards environ, on pourrait sans inconvénient lui faire supporter la totalité de la charge de l'emprunt forcé par un prélèvement *d'un quart* de sa valeur.

L'emprunt forcé serait réalisé par l'estampillage des billets et la remise de titres de rente 6 % sur l'État en échange de la fraction prélevée.

Mais la brusque réduction de l'encaisse des entrepreneurs pouvant gêner les transactions commerciales, toutes facilités devraient être données au préalable pour que les certificats

provisaires de titres de rente puissent être vendus en Bourse sans délai, et une marge assez élevée devrait-être rendue au stock monétaire commercial.

Nous n'avons pas fait entrer en ligne de compte, dans la détermination du montant maximum éventuel du stock monétaire, l'éventualité d'une non-consolidation des emprunts d'État à terme. Cette éventualité ne modifierait que très peu le taux du prélèvement indiqué. D'autre part, elle n'a aucune chance de se produire. La stabilisation est un régime monétaire qui inspire confiance au public et l'incite à l'épargne.

Nous avons assez longuement étudié le mécanisme de l'emprunt forcé pour montrer qu'en réduisant, grâce à lui, le montant de son stock monétaire, *un Etat est maître de la stabilisation de sa monnaie au taux choisi par lui, si faible que soit sa réserve d'or.*

Mais nous estimons qu'il n'y a aucune chance pour que la France soit obligée, dans l'avenir, de recourir à pareille mesure, quel que soit le taux de stabilisation choisi.

C'est ici qu'il y a lieu de prendre en considération une autre mesure que nous avons rejetée comme moyen susceptible de faire revenir le franc à sa parité ancienne, mais qui pourrait servir, dans le cas présent, à éloigner progressivement la perspective d'un accroissement démesuré du stock monétaire d'État. C'est le *prélèvement sur le capital*.

Pour être bien accepté par la population, le prélèvement sur le capital doit être modéré et réparti sur une période étendue.

Nous estimons qu'un prélèvement total de 10 % réparti sur une période de dix ans, c'est-à-dire un prélèvement annuel de 1 % pendant dix ans sur le capital de tous les Français est une charge parfaitement supportable en sus de la charge fiscale sur laquelle nous avons tablé dans le précé-

dent chapitre. Pour en juger, qu'on se souvienne des variations de valeur réelle que subissent les capitaux français depuis dix ans, et l'on concevra qu'un prélèvement de 1 % dans l'année (la baisse d'un point dans un titre coté 100 francs en Bourse), est peu de chose.

Pourtant, une telle mesure est susceptible de donner à l'État une dizaine de milliards de francs au moins par an.

Avant la guerre, on estimait la richesse de la France (dette publique exclue) à 250 milliards de francs environ. En tenant compte de ce que la valeur réelle d'un certain nombre de capitaux a diminué depuis 1914 (fonds russes, obligations, propriétés, etc.), nous pensons que, dette publique mise à part, la fortune globale des Français se chiffrerait, après une année ou deux de stabilisation monétaire, à 150 ou 200 milliards de francs de 1914, c'est-à-dire à 700 ou 900 milliards de francs-papier si le coût de la vie était voisin de 4,5. Si on ajoute à ce chiffre les 300 milliards de dette publique intérieure, on obtient une valeur allant de 1000 à 1200 milliards. Un prélèvement de 1 % sur ce capital aurait donc un rendement de 10 milliards environ par an. En quatre ans, on pourrait ainsi supprimer totalement les bons de la Défense Nationale ; en quatre autres années la dette à court terme. Le produit des années suivantes permettrait enfin d'accélérer la conversion des rentes à intérêts élevés.

On voit quels peuvent être, au point de vue de la diminution du stock monétaire éventuel, les résultats d'un effort minime qui pourrait être demandé aux Français possesseurs de capitaux de toute nature.

La plus sérieuse objection que l'on puisse faire au prélèvement sur le capital, c'est qu'il est inutile d'en faire l'objet d'une taxe nouvelle, car il existe déjà sous une forme masquée. Le fait que les impôts cédulaires sur le revenu ont des

quotités différentes selon que les revenus taxés sont le produit du capital, le produit mixte du capital et du travail, le produit du travail seul, établit le principe d'un prélèvement annuel sur le capital, tout à fait infime il est vrai. Si $d\%$ est la différence entre les taux appliqués aux revenus du capital et aux revenus du travail, et si $t\%$ est le taux usuel de l'intérêt des capitaux, la fraction $\frac{d}{10.000}$ représente le taux du prélèvement annuel sur le capital institué indirectement par le législateur de l'impôt sur le revenu. Si $d = 4$ et $t = 7$, ce prélèvement indirect s'élève à $\frac{4 \times 7}{10.000} = \frac{0,3}{100}$.

Cette remarque donne d'ailleurs le moyen le plus simple d'instituer le prélèvement de 1 % sur le capital dont il vient d'être fait état, sans enquête, ni personnel nouveau.

C'est d'élever la fraction

$$\frac{dt}{10.000} \text{ à } \frac{dt + 100}{10.000} = \frac{d't}{10.000}$$

ce qui donne :

$$d' = d + \frac{100}{t}.$$

Avec les données numériques précédentes, il vient :

$$d' = 4 + \frac{100}{7} = 4 + 14 = 18.$$

Si l'on impose de 8 % les revenus du travail, il suffirait de porter à 26 % le taux de l'impôt sur les revenus du capital, et à 17 % le taux de l'impôt sur les revenus mixtes pour opérer le prélèvement sur le capital indiqué. Ces accroissements auraient d'ailleurs une durée limitée à 10 ans.

Organisation de la Caisse de Conversion. — Étant donné que la stabilisation eu égard, au niveau actuel du coût de la

vie, devra faire l'objet d'une décision et d'une organisation rapide, c'est à la Banque de France qu'il conviendrait de confier la gérance de la Caisse de conversion.

La Banque échangerait sans limite des francs contre des lingots d'or et réciproquement, au taux de conversion établi par la loi (dans l'hypothèse de stabilisation du change), ou fixé par un décret (dans l'hypothèse de la stabilisation absolue).

Quant au stock monétaire commercial, sa limite supérieure pourrait être modifiée par décret rendu un mois avant la date de son application.

En supposant que la stabilisation ait été mise en pratique le 31 décembre 1925, avec un taux de conversion égal à 3, le bilan nouveau aurait eu l'allure suivante :

ACTIF			PASSIF		
Milliards de Francs			Milliards de Francs		
Caisse de conversion	{ Dépôt d'or		Caisse de conversion	{ Billets en circula-	
	(3,8 × 3).....	11,4		tion (émission	
	Avances à l'É-			d'État).....	45,7
	tat.....	35,7		Compte d'amor-	
				tissement....	1,4
	Total.....	47,1		Total.....	47,1
Disponibilités à l'étran-			Billets en circulation		
ger.....			(émission commerciale).		
Portefeuille.....			Comptes-courants et dé-		
Avances sur titres.....			pôts.....		
Divers.....			Divers.....		
	Total.....	57,7		Total.....	57,7

Le libellé des nouveaux billets de banque serait modifié et ne porterait que l'indication de leur montant, sans indication sur le remboursement en or.

Si la Banque de France ne se prêtait pas à l'application de la réforme monétaire telle que le Parlement l'aurait votée, il serait presque impossible, étant donné l'urgence, d'instituer une Caisse de conversion autonome pouvant émettre immédiatement une cinquantaine de milliards de francs de papier-monnaie. Il conviendrait alors d'établir par une loi d'exception, l'expropriation des actionnaires de la Banque de France pour cause d'utilité publique, ou tout au moins de réquisitionner la Banque pendant le temps nécessaire à l'organisation matérielle de la Caisse de conversion.

CHAPITRE VIII

DU CHOIX DU TAUX DE STABILISATION

Le choix du taux de stabilisation du franc, autrement dit du taux de l'échange des francs-or en francs-papier pratiqué par la Caisse de conversion, ne dépend, en théorie, que des deux conditions que nous venons d'étudier dans les chapitres précédents.

La nécessité de satisfaire à ces deux conditions conduit à l'adoption d'un taux de conversion au moins égal à 3.

Mais nous avons remarqué, en outre, que l'intérêt général commandait d'établir la réforme monétaire avec le minimum de perturbations économiques et sociales. Cette dernière considération nous a conduit, au chapitre V, à ajouter une troisième condition aux deux premières, à savoir que le niveau du coût de la vie local après la stabilisation, ne devait pas être sensiblement inférieur à celui atteint au moment de cette stabilisation.

1° Si l'indice du coût de la vie local ramené à l'or π est voisin de sa valeur normale p , la troisième condition s'exprime comme suit :

$$p p_0 \geq P_0, \quad \text{ou :} \quad p \geq \frac{P_0}{p_0}$$

(P_0 et p_0 désignant les valeurs atteintes par les indices du coût de la vie local et mondial au moment de la stabilisation).

2° Si π est sensiblement inférieur à p , comme cela se produit quand, sous l'action d'une tendance défavorable à la monnaie locale, le taux du change croît rapidement, tandis que le coût de la vie ne suit que lentement cette variation, la condition envisagée est encore satisfaite par l'inégalité ci-dessus.

Si l'on choisit comme taux de conversion le minimum précédent $\rho_1 = \frac{P_0}{p_0}$, celui-ci étant sensiblement inférieur au dernier taux de change pratiqué $\rho_0 = \frac{P_0}{\pi_0}$, l'on n'a pas à craindre que le coût de la vie local après la stabilisation ne s'abaisse au voisinage de $\rho_1 \pi_0$, sensiblement inférieur à P_0 . De même, en effet, que le coût de la vie P n'a suivi le change que lentement dans sa marche ascendante, de même il le suivra lentement dans sa marche descendante, d'ailleurs, laquelle sera promptement arrêtée par le retour du rapport π à sa valeur normale p .

Ce dernier cas est celui de la France, à l'heure actuelle. Au 31 décembre 1925, le taux du change s'élevait à 5,2, tandis que l'indice du coût de la vie était de 4,9 environ, ce qui donnait pour π , à l'époque, une valeur de $\frac{5,2}{4,9} = 1,05$, très inférieure à $p = 1,65$.

Quoi qu'il en soit, la troisième condition aurait été satisfaite, à l'époque par :

$$\rho \geq \frac{4,90}{1,65} = 3.$$

Mais, depuis lors, le coût de la vie a continué à progresser et les salaires se sont plus ou moins ajustés à la nouvelle hausse, de telle sorte que la valeur minima de ρ compatible actuellement avec la troisième condition excède 3, tout en

demeurant encore inférieure à 3,5 (cette dernière valeur correspondrait à $P_0 = 5,75$).

En définitive, en France, du fait du retard apporté à envisager la stabilisation monétaire, c'est la troisième condition qui donne maintenant au taux de conversion sa valeur minima la plus élevée. Cette valeur tendra d'ailleurs à s'élever si le retard se prolonge, à moins que des mesures gouvernementales n'interviennent pour ramener le taux du change à un niveau raisonnable, en attendant le règlement définitif de la stabilisation.

Si l'on choisissait pour ρ une valeur égale à 3,5, par exemple, au fur et à mesure que le taux du change serait ramené du niveau actuel à ce niveau définitif, π subirait une modification à peu près inverse, et le coût de la vie local baisserait, mais très peu, de telle sorte que l'accroissement consécutif des salaires réels (d'ailleurs temporaire puisque π tend toujours vers p) ne serait pas une entrave à l'activité industrielle du pays.

Une autre conséquence du choix d'un taux de conversion sensiblement inférieur au taux de change actuel est à signaler : c'est la moins-value qui en résulterait pour les stocks industriels, le niveau des prix de gros étant alors ramené à celui du coût de la vie, alors qu'il le dépasse largement en ce moment.

De cette moins-value résulterait une certaine perte pour les entrepreneurs. Mais cette perte n'aurait qu'une faible importance économique, car elle serait brusque et unique. Elle n'aurait en aucune manière l'effet démoralisant qu'une appréciation progressive de la monnaie est susceptible de produire sur les entrepreneurs.

D'ailleurs, le choix ne semble pas permis. La fixation du taux de conversion à une valeur voisine du taux de change actuel entraînerait, d'ici un à trois ans, une hausse du coût de la vie qui porterait celui-ci :

à $5 \times 1,6 = 8$ fois celui de 1914 pour $\rho = 5$ et

à $6 \times 1,6 = 9\frac{1}{2}$ fois pour $\rho = 6$.

Une telle éventualité causerait beaucoup plus de misères et de troubles sociaux que ne le ferait la perte immédiate des industriels sur leurs stocks, perte contre laquelle la plupart d'entre eux ont déjà cherché à se garantir en réduisant ces stocks et en constituant d'importantes réserves de capital.

Quelles peuvent être maintenant les conséquences de la stabilisation monétaire sur l'activité industrielle du pays?

Nous avons indiqué plus haut (chap. V, *b*), que, dans les premiers temps de la dépréciation de sa monnaie, un pays à monnaie de papier offrait le spectacle d'une grande activité industrielle. Cette activité est la conséquence, ainsi que nous l'avons dit, du bas prix de revient (calculé en or) des produits locaux, lequel résulte de l'*intérêt réel négatif* qui récompense les épargnants et les capitalistes ayant prêté aux entrepreneurs des signes monétaires en voie de dépréciation.

Mais ce jeu de dupe ne peut avoir qu'un temps, et il advient que l'épargnant cesse d'épargner, le capitaliste de prêter en monnaie locale, de sorte que, bientôt, l'industriel, manquant de fonds de roulement et de crédit, se voit obligé de restreindre progressivement son activité.

Mais comme ce dernier stade n'avait pas encore été atteint d'une manière bien apparente par les pays qui ont, jusqu'ici, stabilisé leur monnaie, c'est la stabilisation qui a été accusée d'avoir provoqué, dans ces pays, le malaise industriel qui a, tôt ou tard, succédé à l'essor du début de la dépréciation.

On aperçoit l'erreur de cette interprétation. Une activité industrielle qui prend sa source dans la spoliation systématique des épargnants et des capitalistes est un phénomène pathologique qui ne saurait durer bien longtemps.

D'ores et déjà, en France, il est devenu presque impossible d'émettre des emprunts sur le marché financier ; et l'industrie s'en ressent.

La crise industrielle qui succède à l'essor anormal des premières années de la dépréciation n'a donc point pour cause la stabilisation. Elle est inéluctable. Il convient même de remarquer que le seul palliatif à cette crise est précisément la stabilisation monétaire qui, en rendant au pays sa volonté d'épargne et en l'incitant à confier cette épargne à des entreprises nationales, permet d'éviter une chute trop grande du volume de la production.

CHAPITRE IX

CONCLUSION

Depuis 1914, l'État français n'assure plus intégralement à ses citoyens la conservation de ce droit naturel de l'homme qu'est la propriété.

La propriété immobilière, cette forme si nécessaire à l'économie moderne, est l'objet d'une quotidienne spoliation sous le couvert de l'identité de l'appellation de richesses bien différentes : les francs aux diverses époques.

Pendant la durée de la guerre, on ne pouvait faire grief aux pouvoirs publics d'avoir porté atteinte à ce droit. D'autres droits, plus importants encore, étaient alors menacés, et il s'agissait de les défendre à tout prix.

Mais cette situation exceptionnelle aurait dû prendre fin avec la guerre, alors qu'aujourd'hui, plus de sept ans après l'armistice, elle se prolonge, d'une manière de jour en jour plus grave, devant le parti-pris systématique de laisser faire que les Gouvernements qui se sont succédés au pouvoir ont tous également adopté comme ligne de conduite — sauf dans un cas.

Deux doctrines sont responsables de cette indifférence des pouvoirs publics : la doctrine du « change-baromètre » et la doctrine de l'inviolabilité de la réserve d'or du pays,

dont la Banque de France est actuellement dépositaire.

La doctrine du « change-baromètre » se fonde sur ce que le change, étant le résultat de l'équilibre de la balance des comptes du pays, il n'est dans la puissance d'aucun individu ou groupe d'individus de modifier le mouvement des échanges de la France.

Cette doctrine s'appuie sur une confusion de mots : il n'est en effet, au pouvoir de personne de modifier la quantité de richesses que les Français échangent ordinairement avec les étrangers. Mais il est au pouvoir d'un groupe de cambistes bien organisé de modifier la valeur nominale en francs des richesses ainsi échangées. Il le peut d'autant mieux que c'est aux spéculateurs eux-mêmes que l'État remet le soin d'assurer l'équilibre des balances des comptes quotidiennes. Et nous avons vu comment cette carence de l'État, donnant libre cours au jeu de la « tendance du marché », permettait de déprécier le change, malgré l'équilibre de la balance des comptes annuelle pour un taux du change égal à celui du début de l'année.

La doctrine de l'inviolabilité de la réserve-or se lie à la précédente. Si le Gouvernement d'un pays à monnaie de papier s'en remet aux spéculateurs du soin d'assurer l'équilibre des balances des comptes quotidiennes, c'est parce qu'il n'ose pas assurer lui-même cet équilibre; et si une telle audace l'effraie, c'est parce qu'il considère la réserve d'or dont il devrait faire usage pour cela, comme inviolable.

Cette doctrine s'apparente à la doctrine mercantile dont on pouvait croire que les économistes classiques avaient définitivement fait justice. L'or est une richesse comme une autre. Si on ne lui fait pas remplir sa fonction naturelle qui est de servir de régulateur aux échanges, mieux vaut, comme le proposait avec humour Monsieur J. M. Keynes, s'en servir

pour aurifier les dents des Français. Un tel usage aurait au moins pour effet d'alléger le débit de la balance des comptes de toutes les sommes dépensées à cet effet.

En fait, la stabilisation monétaire est toujours possible et tout État digne de ce nom doit l'assurer à ses citoyens.

Le principe de cette possibilité réside en ce que, quelque défiance qu'ait le public envers sa monnaie, il ne peut s'en passer. L'étude des variations du rapport $\frac{M}{P}$ en France et surtout en Allemagne est suffisamment révélatrice à cet égard. Tant que la dépréciation monétaire ne prend pas l'allure d'une catastrophe, le rapport $\frac{M}{P}$ ne s'abaisse pas au-dessous des $\frac{3}{4}$ de sa valeur normale. Et même quand la dépréciation est devenue catastrophique, il demeure encore supérieur à la moitié de cette valeur normale.

Il résulte de là que si, par la stabilisation de sa monnaie, l'Etat maintient le coût de la vie local à un niveau à peu près constant, le stock monétaire ne pourra jamais descendre, *quoiqu'on fasse*, au-dessous d'une certaine valeur que nous avons estimée être en France, égale à 9 ou 10 milliards de francs, multipliés par l'indice du coût de la vie pris par rapport à 1914 (9 P ou 10 P milliards de francs-papier).

Et comme, d'autre part, toute circulation fiduciaire comprend une partie réductible (stock monétaire commercial) et une partie irréductible (stock monétaire d'État), il suffit, pour qu'un Etat soit maître de sa stabilisation, qu'il réduise, s'il est nécessaire, son stock monétaire d'Etat au niveau du stock monétaire minimum, augmenté de l'encaisse de la Caisse de conversion. L'emprunt forcé sur la circulation et le prélèvement sur le capital sont les mesures héroïques qui permettent d'effectuer la réduction envisagée.

Leur intervention serait d'ailleurs superflue en France, quant au présent. Il suffirait que les pouvoirs publics aient, d'ores et déjà, la volonté d'y recourir dans le cas où la Caisse de conversion serait menacée, après avoir, bien entendu, préalablement soulagé le stock monétaire de toute sa partie réductible.

La stabilisation étant ainsi rendue indépendante du montant de la réserve d'or de l'Etat, les conditions qui déterminent le choix du taux de conversion sont :

1^o La nécessité d'assurer l'équilibre approximatif du budget de l'Etat.

2^o Le désir d'avoir, après la stabilisation, un coût de la vie au moins égal au coût de la vie au moment de cette stabilisation, de manière à ne pas accabler l'industrie par des prix de revient trop élevés.

Mais, d'un autre côté, le taux de conversion doit être choisi aussi bas que possible parmi ceux qui satisfont aux deux conditions précédentes.

Si l'Etat français en usait autrement, en effet, et si le malheur voulait que dans les dix ou quinze années qui vont suivre, la France, placée en face d'une agression étrangère, doive demander à ses citoyens de la défendre, non seulement avec leur corps mais encore avec leur argent, il serait à craindre que le souvenir récent de la punition sévère et injustifiée qui aurait été infligée, par une dévaluation excessive, aux bons Français qui répondirent pendant et après la guerre à l'appel de l'État, n'écarte d'eux le désir de donner au Gouvernement l'appui financier peut-être nécessaire au salut du pays.

En définitive, il nous paraît que le taux de stabilisation devrait être situé entre 3 ou 3,5 (selon le niveau du coût de la vie atteint au moment de la stabilisation) et 4.

En attendant qu'une solution soit donnée au problème monétaire, et pour empêcher que la permanence d'un change élevé ne fasse monter trop vite le coût de la vie, il serait utile que la réserve d'or de la Banque de France soit, sans délai, consacrée au rachat des francs-papier offerts à un taux supérieur à 4 sur le marché des changes.

TABLE DES MATIÈRES

1^{re} PARTIE

Théorie de la monnaie

<i>Chapitre</i>	<i>I.</i> — Variations du pouvoir d'achat de la monnaie	5
<i>Chapitre</i>	<i>II.</i> — Les phénomènes monétaires mondiaux....	17
<i>Chapitre</i>	<i>III.</i> — Les phénomènes monétaires dans les pays à monnaie d'or.	25
<i>Chapitre</i>	<i>IV.</i> — Les phénomènes monétaires dans les pays à monnaie de papier.	47
<i>Chapitre</i>	<i>V.</i> — Mode de réalisation de la stabilisation monétaire.....	79

2^e PARTIE

La Stabilisation du franc

<i>Chapitre</i>	<i>VI.</i> — De l'équilibre budgétaire	95
<i>Chapitre</i>	<i>VII.</i> — De la Caisse de conversion.....	116
<i>Chapitre</i>	<i>VIII.</i> — Du choix du taux de stabilisation	134
<i>Chapitre</i>	<i>IX.</i> — Conclusion	140

BIBLIOGRAPHIE

- ARNAUNÉ. — La monnaie, le crédit et le change.
- CLÉMENTEL. — L'inventaire de la situation financière de la France au début de la 13^e législature.
- DECAMPS. — Les changes étrangers.
- DESSIRIER. — Progression des impôts de 1913 à 1925 en France et dans divers pays.
- KEYNES. — La réforme monétaire.
- MINISTÈRE DES FINANCES. — Projet du budget général de l'exercice 1926.
- NOGARO. — La monnaie et les phénomènes monétaires contemporains.
- PUPIN. — La richesse de la France devant la guerre.
- RIST. — La déflation en pratique.
- d^e — La stabilisation monétaire.
- SUBERCASEAUX. — Le papier-monnaie.
-

